ISSN 2282-667X

Orizzonti del Diritto Commerciale

3/2024

Rivista telematica dell'Associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale

Direttore responsabile **FRANCESCO DENOZZA**

Editorial Board

Pierre-Henri Conac
Jorge Manuel Coutinho de Abreu
Francesco Denozza
Stefan Grundmann
Carlo Ibba
Jonathan Macey
Marco Maugeri
Vincenzo Meli
Massimo Miola
Aurelio Mirone
Andrea Perrone
Serenella Rossi
Davide Sarti
Giuliana Scognamiglio
Giovanni Strampelli
Rüdiger Veil

G. Giappichelli Editore

Rivista quadrimestrale - 3/2024

Orizzonti del Diritto Commerciale



3/2024

Editor-in-chief/Direttore responsabile:

Francesco Denozza – *Università degli Studi di Milano*

Editorial Board/Direzione scientifica

Pierre-Henri Conac – *Université du Luxembourg*
Jorge Manuel Coutinho de Abreu – *Universidade de Coimbra*
Francesco Denozza – *Università degli Studi di Milano*
Stefan Grundmann – *Humboldt-Universität zu Berlin*
Carlo Ibba – *Università degli Studi di Sassari*
Jonathan Macey – *Yale Law School – Yale University*
Marco Maugeri – *Università Europea di Roma*
Vincenzo Meli – *Sapienza Università di Roma*
Massimo Miola – *Università degli Studi di Napoli Federico II*
Aurelio Mirone – *Università degli Studi di Catania*
Andrea Perrone – *Università Cattolica del Sacro Cuore*
Serenella Rossi – *Università degli Studi dell'Insubria*
Davide Sarti – *Università degli Studi di Ferrara*
Giuliana Scognamiglio – *Sapienza Università di Roma*
Giovanni Strampelli – *Università Bocconi*
Rüdiger Veil – *Ludwig-Maximilians-Universität, München*

Editorial Staff/Redazione scientifica

Alessio Bartolacelli – *Università degli Studi di Macerata*

Ilaria Capelli – *Università degli Studi dell'Insubria*

Elisabetta Codazzi – *Università degli Studi dell'Insubria*

Silvia Corso – *Università degli Studi di Cagliari*
Chiara Garilli – *Università degli Studi di Palermo*
Carmen Herrero Suárez – *Universidad de Valladolid*
Corrado Malberti – *Università degli Studi di Trento*
Alessio Scano – *Università degli Studi di Sassari*
Alessandra Zanardo – *Università Ca' Foscari Venezia*

Referees/Revisione scientifica

Niccolò Abriani, Filippo Annunziata, Davide Arcidiacono, Gaia Balp, Paolo Benazzo, Michele Bertani, Massimo Bianca, Paolo Butturini, Oreste Cagnasso, Lucia Calvosa, Andrea Caprara, Stefano Cerrato, Antonio Cetra, Marco Cian, Nicoletta Ciocca, Monica Cossu, Concetto Costa, Emanuele Cusa, Giacomo D'Attorre, Michele de Mari, Vincenzo De Stasio, Vincenzo Di Cataldo, Philipp Fabbio, Massimo Fabiani, Giuseppe Ferri, Marilena Filippelli, Carlo Felice Giampaolino, Gianvito Giannelli, Paolo Giudici, Andrea Guaccero, Gianluca Guerrieri, Giuseppe Guizzi, Aldo Laudonio, Elisabetta Loffredo, Mario Libertini, Giorgio Marasà, Laura Marchegiani, Giuliana Martina, Marisaria Maugeri, Paolo Montalenti, Mario Notari, Stefania Pacchi, Elisabetta Pederzini, Michele Perrino, Paolo Piscitello, Gaetano Presti, Maddalena Rabitti, Roberto Sacchi, Pierpaolo Sanfilippo, Renato Santagata, Vittorio Santoro, Laura Schiuma, Marco Speranzin, Marco S. Spolidoro, Lorenzo Stanghellini, Mario Stella Richter, Andrea Tina, Alberto Toffoletto, Umberto Tombari, Alberto Urbani, Paolo Valensise, Francesco Vella, Andrea Vicari.

Orizzonti del Diritto Commerciale

Rivista ODC

Direttore Francesco Denozza

3/2024

G. Giappichelli Editore – Torino

Orizzonti del Diritto Commerciale

Rivista on line dell'Associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale

Rivista Open Access

Iscrizione al R.O.C. n. 25223

ISSN 2282-667X

Produzione e distribuzione: G. GIAPPICHELLI EDITORE

Via Po, 21 – Torino – Tel. 011-81.53.111

Indice
Table of Contents

pag.

Partecipazioni sociali e strumenti finanziari "in forma digitale"

Corporate shares and financial instruments in digital form

DAVIDE SARTI, *La funzione non finanziaria dei token MiCAR* 764

MiCAR tokens as non financial instruments

MARCO CIAN, *Vecchie e nuove leggi di circolazione delle quote di s.r.l.: tre modelli a zonzo (per tacer del token)* 812

Old and new laws governing the circulation of LLC quotas: three models on the 'bummel' (to say nothing of the token)

RAFFAELE LENER, *Dematerializzazione e digitalizzazione di strumenti finanziari. Le quote di s.r.l.* 822

Dematerialization and digitization of financial instruments. The case for LLC interests

NICOLETTA CIOCCA, *Potenzialità e rischi della DLT nel Regime pilota e nel Decreto in materia di strumenti finanziari in forma digitale* 835

DLT's potential and risks in the EU Pilot Regime and the Italian norms for digital financial instruments

CLAUDIA SANDEI, *La nuova disciplina europea delle cripto-attività: un passo avanti (e due indietro)?* 861

The new regulatory framework for crypto-assets: one step forward (and two steps back)?

FILIPPO ANNUNZIATA, *I DLT* financial instruments *tra Legge Fintech, MiFID e T.U.F.: questioni classificatorie dei tokens* 876

DLT financial instruments between Fintech Law, MiFID and the Italian Consolidated law on finance: classification issues of tokens

pag.

SILVIA CORSO, *Identificazione dei soci e legittimazione all'esercizio dei diritti sociali nell'ambiente DLT* 892

Shareholders' identification and exercise of corporate rights in DLT environment

MICHELE DE MARI, *Utility token* 915

ALESSANDRA ZANARDO, *Effetti della scritturazione su registri distribuiti… Quale rapporto con la disciplina della gestione accentrata in regime di dematerializzazione?* 930

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

Temi e dibattiti

Comments and analysis

PAOLO BENAZZO, Compliance *e ESG nelle imprese complesse: quale nuova frontiera?* 945

Compliance and ESG in large companies: a possible new frontier?

FRANCESCA VESSIA, *La riforma della disciplina delle invenzioni accademiche e del settore pubblico: dal* professor's privilege *alla titolarità istituzionale con un passo del Pnrr* 977

The reform of the regulation of academic and public sector inventions: from professor's privilege to institutional ownership with a step of the Pnrr

MARIA DI SARLI, *Il concordato di gruppo: dai vantaggi compensativi ai vantaggi perequativi* 1024

The group arrangement procedure: from compensatory benefits to equalising benefits

LORENZO SASSO, *The enforcement of CRAs liability: is a dialectical relationship between private autonomy and public rules possible?* 1050

L'attuazione della responsabilità delle Agenzie di rating del credito: è possibile una relazione dialettica tra autonomia privata e norme pubbliche?

CHIARA BRUNETTI, *I mercati digitali tra regolazione e concorrenza* 1081

Digital markets: competition vs regulation

pag.

Letture

Book review

MASSIMO BIANCA, Note di lettura: *Bancarotta e crisi d'impresa. Giustificazioni e limiti dell'intervento penale nelle nuove procedure concorsuali* di Francesco Mazzacuva 1124

A review on Francesco Mazzacuva, *Bankruptcy and business crisis. Justifications and limits of criminal intervention in the new distress resolution procedures*

Partecipazioni sociali e strumenti finanziari "in forma digitale"

Corporate shares and financial instruments in digital form

Il terzo ed ultimo fascicolo dell'annata 2024 include una sezione "straordinaria", il cui titolo replica quello del convegno organizzato dalla nostra Rivista il 7 giugno 2024 presso la Sapienza Università di Roma, in una data simbolica, corrispondente al 50° anniversario dell'istituzione della Consob. In questa sezione sono ospitate molte delle relazioni presentate in occasione di detto convegno. Confidiamo che gli scritti qui raccolti apportino contributi stimolanti e possano alimentare il dibattito scientifico sulla materia delle partecipazioni sociali e degli strumenti finanziari "in forma digitale"; dibattito che ci auguriamo possa continuare ed arricchirsi di ulteriori interventi nei prossimi fascicoli della nostra Rivista.

La funzione non finanziaria dei token MiCAR

MiCAR tokens as non financial instruments

Davide Sarti*

ABSTRACT

Il lavoro valorizza le norme del regolamento MiCA per ricostruire una nozione di finanziarietà diversa da quella accolta nel pensiero tradizionale, e ad un tempo idonea a giustificare l'estraneità dei token disciplinati dal MiCAR alla categoria degli strumenti finanziari disciplinati dal sistema MiFID / Pilot. Il lavoro sostiene che la funzione monetaria o utilitaria dei token MiCAR ne rende irrilevante la negoziabilità su mercati secondari. L'interesse a speculare sull'andamento delle quotazioni su questi mercati non può riflettere aspettative sul valore attuale di (inesistenti) rendimenti di natura finanziaria, e non vale perciò a connotare i token di caratteristiche di finanziarietà. In particolare i token emessi nell'ambito di *initial coin offerings* possono assumere carattere finanziario solo quando attribuiscono diritti di remunerazione in moneta legale. Al di fuori di questa ipotesi (probabilmente non frequente) l'emissione dei token può causalmente giustificarsi per il perseguimento di una funzione (non finanziaria, ma) monetaria o di utilità. In questa prospettiva il lavoro riconduce la funzione monetaria dei token all'interesse a definire aree valutarie alternative a quella legale, attraverso l'elaborazione di regole di emissione della moneta meglio adeguate alle esigenze di particolari comunità di scambi. La funzione monetaria caratterizza così fra l'altro i bitcoin e i token emessi nell'ambito di operazioni di finanza decentralizzata, ivi comprese le DAO. Corrispondentemente, la negoziazione dei token su un mercato secondario è riconosciuta e legislativamente protetta per l'interesse monetario ad entrare e uscire da un'area valutaria e a partecipare ai relativi scambi.

The article argues that MiCAR rules force a new approach to the concept of financial instruments, explaining why MiCAR tokens stay outside the scope of the MiFID / Pilot system. The article suggests that the monetary or utility function of MiCAR tokens rules out any financial aspect, and that the tokens' tradability on secondary markets is irrelevant from this perspective. The interest in capital gains on secondary markets has no financial significance in the absence of expectations regarding the value of (non-existent) legal tender cash flows. Tokens issued in the context of initial coin offerings may assume a financial character only to the extent they are rewarded in legal tender. Apart from this (probably infrequent) case, tokens find legal protection as they perform a monetary function or provide access to goods or services. According to this view, the article suggests that tokens develop rules for issuing and assigning money to create alternative currency areas that are more suitable for the financing and exchange needs of a trading community. A monetary function is namely typical of bitcoins and tokens issued in the context of decentralized finance, including DAOs. The

* Professore ordinario di diritto commerciale, Università di Ferrara; e-mail: davide.sarti@unife.it.

trading of tokens on a secondary market is therefore legally protected due to the interest in entering and exiting a digital currency area and the related transactions.

SOMMARIO:

1. Le molteplici tipologie di criptoattività e la necessità di ripensarne la natura finanziaria alla luce del MiCAR. – 2. Le caratteristiche fondamentali degli ART e della loro negoziazione sui mercati secondari. – 3. Le apparenti caratteristiche finanziarie degli ART e il problema dell'inapplicabilità della disciplina degli strumenti finanziari. – 4. Gli ART perseguono una funzione monetaria e definiscono una corrispondente area valutaria. – 5. Analogie e differenze fra le caratteristiche dell'area valutaria definita dagli ART e rispettivamente dalla moneta legale. – 6. Primi corollari: la funzione monetaria degli ART ne esclude la funzione finanziaria. – 7. I token diversi e il loro tradizionale accostamento agli strumenti finanziari di raccolta di capitale. Prima critica: il capitale raccolto non può offrire un rendimento finanziario rappresentato dall'attribuzione di utilità. – 8. Seconda critica: il rendimento finanziario non può essere rappresentato dall'attribuzione di nuovi token. – 9. Terza critica: il rendimento finanziario non può essere rappresentato dai corrispettivi ricavabili dalla negoziazione del token sul mercato secondario. – 10. I token diversi possono ben svolgere una funzione monetaria, e definire attraverso le loro regole di emissione una corrispondente area valutaria. – 11. La natura finanziaria può essere riconosciuta limitatamente ai token: A) remunerati in moneta legale; B) che attribuiscono un diritto di assegnazione di strumenti finanziari remunerati in moneta legale; C) che attribuiscono un diritto di assegnazione di token convertibili in moneta legale (per chi ritenga questa tipologia di token compatibile con la disciplina di ART e EMT). – 12. Il (falso) problema dei token "ibridi". – 13. La possibile natura finanziaria di token "derivati" (anche da sottostanti token monetari o di utilità) e la problematica individuazione di questa categoria, che giustifica l'elaborazione di orientamenti ESMA.

1. *Le molteplici tipologie di criptoattività e la necessità di ripensarne la natura finanziaria alla luce del MiCAR.*

La tecnologia a registro distribuito (Distributed Ledger Technology e per brevità DLT) è presa in considerazione dal legislatore per la sua capacità di «rappresentare digitalmente» un «valore o un diritto che può essere trasferito e memorizzato elettronicamente»: come si desume dalla correlata definizione di criptoattività dell'art. 3.1, n. 5, reg. 2023/114/UE (Markets in Crypto-Assets Regulation e per brevità MiCAR). I valori e diritti così digitalmente rappresentati si distinguono in differenti tipologie, disciplinate da norme corrispondentemente diverse. Ai fini del presente lavoro assumono in particolare rilievo: a) le norme sulla disciplina degli strumenti finanziari contenute nella direttiva 2014/65/UE (Markets in Financial Instruments Directive e per brevità MiFID), recentemente novellata per ricomprendere anche gli "strumenti finanziari emessi mediante tecnologia a registro distribuito" (art. 4.1, n. 15, MiFID); b) le norme del reg. 2022/858/UE (regi-

me pilota per le infrastrutture di mercato su tecnologia a registro distribuito, per brevità Pilot) che entro certi limiti consentono la negoziazione degli strumenti finanziari mediante tecnologie a registro distribuito, riadattando a questo contesto la disciplina delle relative infrastrutture di mercato; c) le norme MiCAR che disciplinano l'offerta e la negoziazione di rappresentazioni digitali di valore (criptoattività) a loro volta ulteriormente classificate nelle tipologie dei token collegati ad attività (*asset referenced tokens* e per brevità ART, art. 3.1, n. 6, MiCAR), dei token di moneta elettronica (*electronic money tokens* e per brevità EMT, art. 3.1, n. 7, MiCAR) e delle criptoattività diverse dalle precedenti (artt. 4 ss. MiCAR). Secondo la visione del MiCAR le criptoattività diverse ricomprendono poi i token di utilità (*utility token*, art. 3,1, n. 8, MiCAR) ma non si esauriscono in essi (gli artt. 4 ss. MiCAR non sono specificamente riferiti soltanto ai token di utilità), rendendo ulteriormente problematica la ricostruzione della logica sottostante a questa classificazione.

In via generale, è comunque subito evidente la volontà del legislatore di attribuire giuridicamente rilievo alla DLT non in quanto tale, ma per la sua capacità di rappresentare diritti e interessi diversificati, assoggettati a discipline a loro volta differenti. La presenza di una disciplina articolata "per interessi", e non uniformata "per tecnologia" esprime il c.d. principio di "neutralità tecnologica", a cui il considerando n. 9 MiCAR fa riferimento attraverso l'espressione «stessa attività, stessi rischi, stesse norme» (a dispetto della diversità di piattaforma tecnologica); ed a cui naturalmente corrisponde il principio «diversa attività, diversi rischi, diverse norme» (a dispetto dell'uniformità delle tecniche di funzionamento della piattaforma).

Il significato del principio di neutralità tecnologica si presenta tuttavia per diverse ragioni problematico quando si tratta di definire il campo di applicazione della disciplina degli strumenti finanziari. Già questo principio risulta in realtà temperato dal regolamento Pilot, che entro certi limiti consente deroghe alla disciplina MiFID quando gli strumenti finanziari sono rappresentati attraverso la tecnologia a registro distribuito. In via generale le eccezioni al principio di neutralità tecnologica possono qui comunque trovare una ragionevole spiegazione nell'interesse allo sviluppo di infrastrutture di mercato DLT, che potrebbe essere ostacolato da un'applicazione "acritica" della disciplina MiFID [1]. Nel presente lavoro intendo tuttavia approfondire la questione ulteriore, a mio avviso sistematicamente più importante, della delimitazione del campo di applicazione delle norme MiFID / Pilot e rispettivamente delle norme MiCAR.

[1] Particolarmente significativo al riguardo è il considerando 9 del reg. Pilot, secondo cui «la legislazione dell'Unione in materia di servizi finanziari non è stata concepita tenendo conto della tecnologia a registro distribuito e delle cripto-attività, e contiene disposizioni che potenzialmente precludono o limitano l'uso della tecnologia a registro distribuito nell'emissione, nella negoziazione e nel regolamento delle cripto-attività che rientrano nella definizione di strumenti finanziari»: mentre «lo sviluppo di un mercato secondario per tali cripto-attività potrebbe apportare molteplici vantaggi».

Qui il principio di neutralità tecnologica dovrebbe esprimersi verificando la tipologia di "valore o diritto" rappresentato digitalmente attraverso la DLT e la sua riconducibilità alla categoria dei valori o diritti incorporati negli strumenti finanziari. La rappresentazione digitale di valori o diritti corrispondenti a quelli incorporati in strumenti finanziari dovrebbe essere sottratta alla disciplina MiCAR, per essere fatta rientrare in quella MiFID / Pilot. Tanto apparentemente giustifica la scelta del MiCAR (art. 2.4, lett. *a*) di escludere dal suo campo di applicazione gli "strumenti finanziari".

La nozione di strumento finanziario è tuttavia sempre stata "sfuggente" [2]. Il

[2] Il presente lavoro non si propone di ricostruire una nozione generale di "strumento finanziario" rilevante per l'applicazione del sistema MiFID/Pilot/TUF, e perciò non riesamina criticamente le varie nozioni proposte al riguardo; cfr. ad esempio F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*[12], Torino, Giappichelli, 2023 94 ss.; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*[13], a cura di S. GILOTTA, Torino, Giappichelli, 2024, 8 ss.; A. NIUTTA, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel TUF aggiornato in base alla MIFID*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 807 ss.; P. FERRO-LUZZI, *Attività e "prodotti" finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, II, 133 ss.; V.V. CHIONNA, *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, I, 1 ss.; E. RIGHINI, *Strumenti e prodotti finanziari*, in *Enc. dir.*, Ann. IV, Milano, Giuffrè, 2011, 1162 ss.; M. ONZA, L. SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 567 ss.; M. CIAN, *La nozione di strumento finanziario nel sistema del diritto commerciale*, in *Studium iuris*, 2015, 1450 ss. Confido tuttavia di potere ricostruire gli indici che valgono a sottrarre le criptoattività dal campo di applicazione MiCAR, e che lasciano quindi eventualmente spazio all'applicazione dei sistemi MiFID/Pilot/TUF. Posta in questi termini, la riflessione può tranquillamente sottrarsi al dibattito sulla nozione interna di "prodotto finanziario" (art. 1, lett. *u*, t.u.f.), che anteriormente al MiCAR era spesso richiamata per interrogarsi sull'applicabilità del t.u.f. alle criptoattività; cfr. R. COSTI, *op. cit.*, 14 s.; C. SANDEI, *L'offerta iniziale di cripto-attività*, Torino, Giappichelli, 2022, 49 ss.; P. CARRIÈRE, *Le "criptovalute" sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di "strumenti finanziari", "valori mobiliari" e "prodotti finanziari"; tra tradizione e innovazione*, in *Riv. dir. banc.*, 2019, 117, 157 ss.; G. RINALDI, *Approcci normativi e qualificazione giuridica delle criptomonete*, in *Contr. impr.*, 2019, 257, 288; D. MASI, *Le criptoattività: proposte di qualificazione giuridica e primi approcci regolatori*, in *Banca impr. soc.*, 2021, 241, 255; M. DE MARI, *Le cripto-attività nella disciplina MiCAr e la finanziarietà delle "cripto-attività non finanziarie"*, in *Dialoghi dir. ec.*, dicembre 2023, 3; T.N. POLI, *MiCA, Pilot Regime e Decreto Fintech: la regolazione del fenomeno crypto e le difficoltà di inquadramento nel sistema finanziario*, *ivi*, 4 ss.; G. SCHNEIDER, *Le cripto-attività quali prodotti finanziari: il fine giustifica i mezzi?*, in *Giur. comm.*, 2023, II, 959, 979. Attualmente è indiscutibile la volontà del MiCAR di dettare una disciplina esaustiva delle criptoattività rientranti nelle sue definizioni; cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina europea del mercato delle cripto-attività (MiCAR)*, in *Riv. soc.*, 2023, 923, 942; C. FRIGENI, *Offerta al pubblico e regime di trasparenza nella proposta di regolamento MiCA*, in *ODCC*, 2022, 23, 33; ID., *L'offerta sul mercato di* non financial token, in *Diritto del Fintech*[2], a cura di M. CIAN, C. SANDEI, Milano, Wolters Kluwer, 2024, 381, 396 s. Non è in particolare pensabile che la nozione italiana di "prodotto finanziario" venga valorizzata per applicare alle criptoattività MiCAR la disciplina TUF; ed in tal senso v. espressamente l'art. 39 del d.lgs. n. 129/2024, di adeguamento della normativa nazionale al MiCAR, secondo cui «la disciplina del TUF avente a oggetto i prodotti finanziari non si applica alle cripto-attività che rientrano nell'ambito di applicazione del regolamento (UE) 2023/1114». Quest'ultima considerazione vale d'altro canto per tutte le criptoattività MiCAR, compresi i bitcoin, che costituiscono rappresentazioni digitali di valori senz'altro rientranti nella definizione dell'art. 3.1, n. 5, MiCAR. Bitcoin e

MiCAR non è espressamente intervenuto su questa nozione, che presenta confini incerti soprattutto nei rapporti con la categoria dei token diversi. Quest'ultima tipologia di token infatti da un lato, in quanto oggetto della disciplina MiCAR, è presupposta dal legislatore estranea alla categoria degli strumenti finanziari; ma d'altro canto non trova (al di là della specifica e ricompresa nozione di *utility token*) una definizione generale, idonea a circoscrivere le fattispecie rientranti nel sistema MiFID / Pilot.

La volontà del MiCAR di non intervenire sulla definizione di strumento finanziario, e l'espresso rinvio sul punto alla nozione contenuta nella direttiva MiFID (art. 3.1, n. 49, MiCAR), sono stati allora valorizzati per sostenere che quest'ultima nozione sarebbe impregiudicata dal MiCAR, cui andrebbe quindi riconosciuto uno spazio di applicazione residuale [3]. A me sembra invece che nell'attuale contesto la nozione di strumento finanziario MiFID vada interpretata senza contraddire le indicazioni sistematiche del MiCAR e le scelte politiche che ne sono alla base. Nel presente lavoro intendo allora proporre una nozione di finanziarietà dei token coerente a queste indicazioni e ad un tempo rispettosa delle scelte del legislatore MiFID: per sostenere fra l'altro che la finanziarietà del sistema MiFID/Pilot va contenuta entro confini molto più ristretti di quanto ritiene il pensiero dominante.

2. *Le caratteristiche fondamentali degli ART e della loro negoziazione sui mercati secondari.*

Le argomentazioni che intendo svolgere possono utilmente partire dalla disciplina degli ART. Gli ART sono una tipologia di criptoattività che «mira a mante-

---

token similari sono esentati dall'applicazione delle sole norme del titolo II e nei soli limiti previsti dall'art. 4.3, lett. *a* e *b*, MiCAR: e perciò solo in quanto offerti gratuitamente o creati automaticamente come ricompensa per il mantenimento della DLT; non condivido perciò i dubbi sul punto espressi da R. Lener, *Criptoattività e criptovalute alla luce degli ultimi orientamenti comunitari*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 376, 384; R. Lener, L. Furnari, *Le cripto-attività: una tassonomia*, in M. Cian, C. Sandei, *op. cit.*, 175 s. e (apparentemente in senso ancor più radicale di esclusione dei bitcoin dall'ambito del MiCAR) C. Frigeni, *L'offerta sul mercato*, cit., 384 s. L'offerta di bitcoin non gratuita su un mercato secondario rientra dunque nell'art. 4.1 MiCAR e nel corrispondente obbligo di redazione del *white paper*; mentre non può essere considerata offerta di prodotti finanziari assoggettata al t.u.f. Superate nell'attuale contesto legislativo risultano dunque le tesi sostenute in giurisprudenza da Cass., 10 novembre 2021, n. 44337, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, II, 1, con nota di M. Cian, *Noterelle su finanziarietà e non finanziarietà nei* crypto-assets*: la Suprema Corte sulla natura del servizio di* exchange; Cass. pen., sez. II, 26 ottobre 2022, n. 44378, in *Giur. comm.*, 2023, II, 957, con nota di G. Schneider, cit. (v. anche la nt. 80).

[3] Cfr. M.T. Paracampo, *I prestatori di servizi per le cripto-attività*, Torino, Giappichelli, 2023, 9; F. Annunziata, *An Overview of the Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR)*, in *EBI Working Paper Series*, no. 158, 2023, reperibile in https://papers.ssrn.com, 19; Id., *La disciplina europea*, (nt. 2), 933; T.N. Poli, (nt. 2), 13; M. Cian, *Noterelle*, (nt. 2), 8.

nere un valore stabile facendo riferimento a un altro valore o diritto o a una combinazione dei due, comprese una o più valute ufficiali» (art. 3.1, n. 6, MiCAR). L'interesse a questa stabilità è perseguito dal legislatore attraverso una disciplina estremamente complessa, che tuttavia ai fini del presente lavoro può essere schematizzata ricostruendo alcuni princìpi di fondo. Un primo principio è rappresentato dalla previsione di un diritto al rimborso vantato dal titolare nei confronti dell'emittente dell'ART (art. 39 MiCAR). Il rimborso deve avvenire in fondi diversi dalla moneta elettronica, ed è quantificato in relazione al «valore di mercato delle attività collegate» (*id est* le attività rispetto a cui l'ART mira a mantenere un valore stabile): che costituisce quindi l'indice di riferimento dell'ART.

Un secondo e correlato principio è costituito dall'obbligo dell'emittente di formare una riserva di attività almeno pari al valore delle possibili richieste di rimborso dei titolari del token. La riserva forma un patrimonio separato, e in caso di rischi di insolvenza (o in generale di inadempimento) può essere liquidata secondo un piano di rimborso previamente elaborato dall'emittente «per assicurare che i possessori di token collegati ad attività siano pagati tempestivamente con i proventi della vendita delle restanti attività di riserva» (art. 47.2, secondo comma, MiCAR). È comunque evidente che, anche al di fuori delle ipotesi patologiche di attivazione di un piano di rimborso, la riserva di attività è destinata ad essere fisiologicamente movimentata per ottenere la liquidità necessaria a soddisfare le richieste di conversione dei token in moneta legale; e ad un tempo per investire la moneta legale raccolta dai sottoscrittori dei token [4].

[4] L'obbligo di riserva costituisce una presa di posizione "politica" importante su un problema dibattuto. La letteratura giuridica ed economica in particolare si interroga sui rischi di stabilità finanziaria e sugli effetti che l'emissione di *stablecoins* può avere per la trasmissione delle decisioni delle banche centrali. La questione si pone in termini parzialmente diversi per le emissioni necessariamente coperte da attività di riserva e rispettivamente per quelle prive di questa copertura; cfr. E.D. MARTINO, *Monetary sovereignty in the digital era. The law & macroeconomics of digital private money*, in *Comp. L. Sec. Rev.*, 2024, https://www.sciencedirect.com, 7 s. In assenza di riserve a copertura, gli *stablecoins* sono (a dispetto del nome) fortemente esposti al rischio di instabilità dovuto al timore che l'emittente non sia in grado di garantirne la convertibilità in moneta legale; cfr. H.J. ALLEN, *Defi: shadow banking 2.0?*, in 64 *Will. Mary L. Rev.* 919 (2023), 944 (le riserve a copertura non parrebbero previste dal Lummis-Lillibrand Stablecoin Bill statunitense, che è aspramente criticato anche per i potenziali rischi di instabilità da A.E. WILMARTH, *Policy Brief: Congress Should Reject the Lummis-Gillibrand Stablecoin Bill Because It Would Endanger Consumers, Investors, and Our Financial System*, in GW *Leg. St. Res Pap.* 2024-29, https://ssrn.com). In assenza di riserve a copertura, inoltre, la criptovaluta ben può assumere caratteristiche di *fiat money* emessa nell'ambito di operazioni di concessione di credito, sottratte agli effetti delle politiche di tasso di interesse adottate dalle banche centrali; cfr. S. CESARATTO, E. FEBRERO, *Private and Central Bank Digital Currencies: a storm in a teacup? A Post-Keynesian appraisal*, UCLM – Documentos de Trabajo 2022/1, reperibile in https://www.uclm.es, 2022, 7 e 12; più in generale sui rischi di stabilità finanziaria derivanti dall'uso di criptovalute nell'ambito di operazioni creditizie Fintech cfr. FSB, *Financial Stability Implications from FinTech*, 27 June 2017, reperibile in https://www.fsb.org, 5; FSB, *The Financial Stability Implications of Multifunction Crypto-assets Intermediaries*, 28 no-

In questo contesto la corretta formazione e movimentazione della riserva rappresenta uno strumento di garanzia della stabilità del valore dell'ART. Certamente gli ART costituiscono criptoattività ammissibili a negoziazioni regolamentate (dagli artt. 59 ss. e specificamente dall'art. 76 MiCAR) cui fa espresso riferimento l'art. 16 MiCAR [5]. Queste negoziazioni fisiologicamente determinano la formazione di prezzi su mercati secondari. Si tratta tuttavia di prezzi che non dovrebbero distaccarsi eccessivamente da quello di parità teorica rispetto all'indice sottostante. Oscillazioni al ribasso del prezzo di mercato del token rispetto all'indice dovrebbero infatti essere contenute dal diritto dei sottoscrittori di chiedere direttamente all'emittente il rimborso del token al valore (superiore) dell'indice [6]. Ribassi consistenti rispetto a questo valore sul mercato secondario paiono dunque concepibili in situazioni patologiche di rischio di insolvenza, a sua volta indicative di situazioni di incapienza (e scorretta formazione) della riserva.

Il MiCAR non è per la verità altrettanto esplicito nel prevedere obblighi dell'emittente strumentali a contenere eccessivi rialzi di prezzo sul mercato secondario. Mi pare che un obbligo in tal senso possa tuttavia essere ragionevolmente desunto dal sistema. Un ART scambiato sul mercato secondario per valori significativamente superiori a quelli dell'indice non sarebbe per definizione di ipotesi un ART dotato di carattere stabile. Di qui un obbligo dell'emittente (ragionevolmente da esplicitare nel *white paper* allegato alla domanda di autorizzazione all'offerta o all'ammissione alla negoziazione degli ART) di prevenire eccessivi rialzi di quotazione: e di emettere a tal fine nuovi token per un prezzo di sottoscrizione corrispondente al valore dell'indice di riferimento. Una significativa conferma di questa conclusione si ritrova del resto all'art. 34.7 MiCAR, che subordina ad un'autorizzazione dell'autorità competente la decisione dell'emittente di «interrompere la prestazione dei suoi servizi e attività, anche con l'interruzione dell'emissione di tale token collegato ad attività». L'interruzione dell'emissione parrebbe quindi

vember 2023, reperibile in https://www.fsb.org, 13 ss. La scelta del legislatore europeo di collegare l'emissione di ART (e di EMT) alla costituzione di attività di riserva comporta ragionevolmente un divieto di emissione a credito; cfr. il seguente par. 5 e la nt. 40. In questa prospettiva l'obbligo di riserva non va letto soltanto in funzione prudenziale di prevenzione del rischio di instabilità dell'emittente, in particolare contro i pericoli di "corse" all'esercizio dei diritti di conversione; sul punto cfr. F. Annunziata, *La disciplina europea*, (nt. 2), 951 ss.; l'obbligo preclude anche l'emissione di *fiat money* in concorrenza con quella legale e limita i conseguenti rischi di disturbo alle politiche monetarie delle banche centrali.

[5] Al pari di tutte le altre criptoattività rientranti nel campo di applicazione del MiCAR: e perciò al pari degli EMT (alla cui ammissione alla negoziazione fa riferimento l'art. 48 MiCAR) e dei token diversi, compresi quelli esentati dagli obblighi di predisposizione del *white paper* e dalla regolamentazione del titolo II del MiCAR (cfr. la precedente nt. 2).

[6] In tal senso anche M. Cian, *La nozione di criptoattività nella prospettiva del MiCAR. Dallo strumento finanziario al* token, *e ritorno*, in *ODCC*, n. spec., 2022, 59, 71, che tuttavia non considera problematica la situazione opposta di aumento del valore del token. Anche quest'ultimo aumento deve invece a mio avviso essere evitato dall'emittente, per le ragioni esposte subito oltre nel testo.

assoggettata ad autorizzazione proprio in quanto rischia di determinare una restrizione all'offerta di token ed un conseguente aumento del loro valore sul mercato secondario. Questa interruzione dovrebbe quindi essere subordinata dall'autorità competente alla previsione di interventi dell'emittente diretti ad evitare eccessivi rialzi di prezzo dell'ART rispetto al valore dell'indice (fra i quali è tipicamente ipotizzabile l'impegno dell'emittente a bloccare le negoziazioni sul mercato secondario e a rimborsare il token al valore dell'indice di riferimento).

Nel contesto così ricostruito oscillazioni di valore rispetto all'indice di riferimento non sono escluse e rappresentano anzi la ragion d'essere della formazione di un mercato secondario degli ART, che il MiCAR espressamente ammette. Già si è visto che queste oscillazioni (al ribasso) potrebbero trovare una razionale giustificazione in situazioni patologiche di "timore" sulla capienza della riserva. Al di fuori di simili situazioni, oscillazioni di valore (anche al rialzo) potrebbero derivare dalla necessità di acquisire o liquidare l'ART in tempi inferiori a quelli delle operazioni di rimborso o emissione, ad esempio per potere partecipare a piattaforme di scambio che rendano necessaria la disponibilità "in tempo reale" del token. Si tratta comunque di situazioni che dovrebbero determinare variazioni di prezzo sostanzialmente limitate (anche sul piano temporale, se non altro per effetto della tempestiva apertura di procedure di insolvenza) e perciò compatibili con le caratteristiche di "stabilità" degli ART.

3. *Le apparenti caratteristiche finanziarie degli ART e il problema dell'inapplicabilità della disciplina degli strumenti finanziari.*

Le caratteristiche così sommariamente descritte della disciplina degli ART sembrerebbero a prima vista univocamente ricondurre la criptoattività alla categoria degli strumenti finanziari. Il profilo di finanziarietà più evidente è dato dall'assunzione di un rischio di rimborso correlato al valore dell'indice. Già questa caratteristica parrebbe consentire di inquadrare l'ART nella categoria dei "valori mobiliari" che comportano un «regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure» (art. 4.1, n. 44, lett. *c*, MiFID). Il riferimento a «un altro valore o diritto» contenuto nella definizione degli ART sembra coincidere con quello agli «indici e misure» della MiFID: e perciò ad un "valore sottostante" che costituisce il minimo comune denominatore degli strumenti finanziari derivati [7]. L'ulteriore ampliamento della categoria degli strumenti finanziari operato dall'elencazione

[7] Cfr. anche S.T. Omarova, *Financial Innovation: Three Fallacies in the Debate* (December 14, 2023), in *Cornell Legal Studies Research Paper* No. 23-27, reperibile in https://ssrn.com, 22 s.: «to the extent stablecoins replicate the value of U.S. dollar and other safe assets, they are fundamentally derivative instruments».

dei contratti derivati dell'allegato I, sez. C, nn. 4-10, MiFID parrebbe rafforzare questa conclusione, peraltro forse *ad abundantiam* [8].

Sono inoltre presenti negli ART ulteriori caratteristiche che la dottrina ha valorizzato nella ricostruzione degli indici di finanziarietà: quali l'esistenza di una relazione intersoggettiva (costituita nella specie dall'obbligo di rimborso dell'emittente) e non di mera appartenenza del token (appartenenza che secondo alcuni caratterizzerebbe i token di moneta rispetto a quelli finanziari) [9]; così come fisiologicamente contemplata è la negoziabilità del token in apposite sedi [10].

Ad un tempo univoca è tuttavia la volontà del legislatore di assoggettare sempre e comunque gli ART alla disciplina MiCAR, reciprocamente sottraendoli alla categoria degli strumenti finanziari. Questa volontà deve dunque trovare una giustificazione sistematica, da ricercare a mio avviso nella funzione monetaria degli ART, che li attrae nella categoria degli «strumenti di pagamento» [11], e reciprocamente li esclude dalla categoria dei «valori mobiliari», secondo quanto espressamente prevede l'art. 4.1, n. 44, MiFID.

---

[8] Gli strumenti derivati paiono dunque in ultima analisi assumere carattere finanziario già in quanto «valori mobiliari» contemplati dall'art. 4.1, n. 44, lett. *c*, MiFID, senza necessità di ricorre all'elencazione dell'allegato I, sez. C, nn. 4-10. Ciò trova del resto riscontro nella definizione di «strumenti derivati» dell'art. 2.1, n. 29, reg. n. 600/2014/UE sui mercati degli strumenti finanziari, che sembra anzi considerare l'elencazione dell'allegato I, sez. C, MiFID quale specificazione della definizione generale di "valori mobiliari".

[9] L'esistenza di una relazione intersoggettiva quale elemento qualificante della finanziarietà è sostenuta in particolare da M. CIAN, (nt. 6), 62 ss., e reciprocamente 63, dove l'assenza di questa relazione è considerata qualificante della funzione monetaria; in senso analogo cfr. C. SANDEI, (nt. 2), 28.

[10] L'idea di ricostruire una nozione di finanziarietà basata sulla negoziazione dello strumento in sedi regolamentate costituisce il filo conduttore di diversi lavori di Annunziata, che etichetta questa teoria come approccio *top-down*. Si tratta in particolare di un approccio che valorizza le caratteristiche generali delle sedi di negoziazione, anziché le caratteristiche particolari dei singoli strumenti finanziari (c.d. contrapposto approccio *bottom-up*, apparentemente sottostante alla elencazione dei vari strumenti finanziari contenuta nella MiFID); cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle* trading venues *nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla* distributed ledger technology, in questa *Rivista*, 2018, 40, 46; ID., *Speak, if you can: what are you? An alternative approach to the qualification of tokens and initial coin offerings*, in *Bocconi Leg St. Res. Papers* n. 2636561, February 2019, reperibile in https://papers.ssrn.com, 38 ss. Sul punto avrò modo di ritornare (cfr. il seguente par. 9 e la nt. 63). Non mi sembra tuttavia che questa impostazione, anche se accolta in via generale, possa giustificare la tesi secondo cui la negoziazione all'interno di piattaforme manifesterebbe in concreto la prevalenza di un interesse finanziario idoneo ad attrarre gli ART nel sistema MiFID/Pilot; in tal senso cfr. invece M. CIAN, (nt. 6), 67. La negoziabilità su piattaforma è contemplata dal MiCAR come caratteristica fisiologica dei token, ivi compresi gli ART. Dire che questa negoziabilità può valere ad attrarre gli ART nella disciplina MiFID, significa di fatto escludere gli ART dal campo MiCAR proprio in situazioni che lo stesso MiCAR dimostra invece di volere regolare (cfr. subito oltre nel testo).

[11] Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina europea*, (nt. 2), 949 s., che rileva la natura di strumenti di pagamento comune ad ART e EMT.

4. *Gli ART perseguono una funzione monetaria e definiscono una corrispondente area valutaria.*

La funzione monetaria degli ART va ora ulteriormente approfondita. In via generale, da un punto di vista economico sociale, assolvono una funzione monetaria i titoli rappresentativi di unità di misura di valore [12] accettati come mezzo di scambio sulla base della fiducia riposta in una corrispondente accettazione da parte dei membri di una comunità [13]. L'accettazione su base fiduciaria presupposta

[12] Uso l'espressione "titoli rappresentativi di unità di misura di valore" in un significato che mi pare equivalente a quello dell'espressione più tradizionale "pezzi monetari". Quest'ultima espressione è stata ampiamente valorizzata da T. ASCARELLI, *Obbligazioni pecuniarie*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. SCIALOJA, G. BRANCA, Bologna-Roma, Zanichelli – Soc. ed. del Foro italiano, 1959, 12 ss., 67 ss., nell'ambito della sua ricostruzione delle obbligazioni pecuniarie incentrata sulla distinzione concettuale fra *mensura* e *mensuratum*. Non intendo con ciò necessariamente aderire a questa distinzione, che non escludo possa conservare importanza a dispetto delle critiche (a mio avviso non decisive ed ispirate alla posizione di A. NUSSBAUM, *Money in the law. National and international*, Brooklyn, The Foundation Press, 1950, 12 s., 115) di B. INZITARI, *L'adempimento dell'obbligazione pecuniaria nella società contemporanea: tramonto della carta moneta e attribuzione pecuniaria per trasferimento della moneta scritturale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, I, 133, 136 ss.; ID., *Delle obbligazioni pecuniarie*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. GALGANO, Bologna-Roma, Zanichelli – Soc. ed. del Foro italiano, 2011, 15 ss.; A. DI MAJO, *Le obbligazioni pecuniarie*, Torino, Giappichelli, 1996, 33 ss. In ogni caso le impostazioni dottrinali che definiscono la moneta in termini di *ideal unit*, e perciò essenzialmente di astratta unità di misura, riconoscono che questa astrazione non può prescindere da una «forma di manifestazione materialmente e praticamente necessaria»; cfr. B. INZITARI, *Delle obbligazioni pecuniarie*, cit., 22; ID., *L'adempimento dell'obbligazione pecuniaria*, cit., 138; e v. anche L. FARENGA, *La moneta bancaria*, Torino, Giappichelli, 39 s., il quale sostanzialmente opera una sintesi delle tesi di Ascarelli e Nussbaum, segnalando che entrambe distinguono concettualmente l'*ideal unit* dai suoi mezzi rappresentativi. L'espressione "titoli rappresentativi di unità di misura" mi pare dunque "neutra" rispetto all'accettazione della distinzione fra *mensura* e *mensuratum*, e ad un tempo mi pare più moderna dell'espressione tradizionale "pezzi monetari". Il termine "pezzo" lascia infatti pensare ad una unità di misura necessariamente incorporata in un supporto materiale, mentre allo stato sono sempre più diffuse monete immaterialmente rappresentate da annotazioni contabili o protocolli informatici.

[13] I limiti del presente lavoro non consentono di confrontare analiticamente la funzione della moneta proposta nel testo con gli orientamenti (del resto innumerevoli, e difficilmente censibili analiticamente) emersi nella dottrina economico-giuridica. Confido tuttavia che l'impostazione proposta non si esponga ad obiezioni tali da rimettere in discussione la soluzione del problema centrale qui affrontato: e cioè il problema della distinzione fra la funzione monetaria (o di utilità) e rispettivamente finanziaria dei token. La funzione monetaria ricostruita nel testo non mi pare d'altro canto particolarmente originale in quanto: a) valorizza l'accettazione della moneta all'interno di una "comunità", in linea con l'idea tradizionale secondo cui «la moneta costituisce ovviamente un fenomeno di gruppo, un istituto d'ordine sociale»; così T. ASCARELLI, (nt. 12), 11; in senso analogo E. QUADRI, *Le obbligazioni pecuniarie*, in *Trattato di diritto privato*^{2}, diretto da P. Rescigno, 9, I, Torino, UTET, 1999, 521 ss.; b) valorizza la funzione di scambio e di unità di misura della moneta, conformemente ancora una volta alle opinioni tradizionali; v. ancora T. ASCARELLI, (nt. 12), 12; B. INZITARI, *L'adempimento dell'obbligazione*, (nt. 12), 138. La definizione del testo mi pare inoltre "neutra" rispetto ad ulteriori problemi a mio avviso irrilevanti per distinguere la funzione monetaria

dalla funzione della moneta deve in particolare prescindere dall'intrinseco valore d'uso (di consumo o produttivo) del supporto (metallico, cartaceo, contabile, informatico) che la incorpora [14].

---

da quella finanziaria. Le considerazioni del testo non vogliono in particolare prendere posizione sul problema della nozione di moneta legale e sulla sua riferibilità non solo alla moneta di banca centrale, ma anche alla moneta scritturale ed elettronica delle banche commerciali e degli istituti di pagamento; qui il dibattito, che ha avuto evoluzioni estremamente complesse, registra fra le più recenti prese di posizione, nel senso di negare carattere di denaro alla moneta scritturale ed elettronica, G. OPPO, *Finanziamenti in ECU, clausole monetarie e garanzie del prestito*, in *Riv. dir. civ*., 1985, I, 197, 198; S. SANGIORGI, *Il pagamento a mezzo della moneta scritturale*, Torino, Giappichelli, 1993, 115 ss.; M. CIAN, *La criptovaluta – Alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 315, 326; H. SIEKMANN, *Monetary aspects of the Euro as single European currency – a German perspective*, in R. FREITAG, S. OMLOR (eds.), *The Euro as legal tender*, Berlin-Boston, Walter de Gruyter, 2020, 1, 12, 37 ss.; in senso diverso cfr. V. DE STASIO, *Verso un concetto europeo di moneta legale: valute virtuali, monete complementari e regole di adempimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, I, 747, 751; V. DE STASIO, S. BOATTO, *The Euro as legal tender from an Italian perspective*, in R. FREITAG, S. OMLOR, cit., 51, 58; V. SANTORO, *Le "trasformazioni" della moneta*, in questa *Rivista*, 2024, 39, 48 s.; S. MARTUCCELLI, *Obbligazioni pecuniarie e pagamento virtuale*, Milano, Giuffrè, 1998, 205; G. MARINO, *Dalla* traditio pecuniae *ai pagamenti digitali*, Torino, Giappichelli, 2018, 18, 30; M. GIULIANO, *L'adempimento delle obbligazioni pecuniarie nell'era digitale*, Torino, Giappichelli, 2018, 146; M. SEMERARO, *Moneta legale, moneta virtuale e rilevanza dei conflitti*, in *Riv. dir. banc.*, 2019, 237, 243; nonché G. LEMME, *Moneta scritturale e moneta elettronica,* Torino, Giappichelli, 2003, 24; ID., *La rivoluzione copernicana della Cassazione: la moneta legale, dunque, non coincide con la moneta fisica*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, II, 562 ss., che considera la moneta legale come "contesto normativo" di disciplina dell'adempimento, possibile anche attraverso moneta scritturale ed elettronica. Infine il testo infine non affronta il problema del significato e della portata del principio nominalistico, in particolare sotto il profilo della validità delle clausole di indicizzazione della prestazione pecuniaria. Su quest'ultimo punto mi pare condivisibile e ancora estremamente "moderna" l'impostazione di E. QUADRI, *Principio nominalistico e disciplina dei rapporti monetari*, Milano, Giuffrè, 1979, specie 202 ss.; ID., *Le obbligazioni pecuniarie*, cit., 544 ss., che correla il principio nominalistico al perseguimento di obiettivi di politica economica statale, ed appare conseguentemente cauto nell'ammettere la validità di indicizzazioni in possibile contrasto con questi obiettivi. Nutro dunque perplessità a fronte delle impostazioni (come ad esempio quella di DALLA MASSARA, *Obbligazioni pecuniarie. Struttura e disciplina dei debiti di valuta*, Padova, Cedam, 2012, 184 ss.) tendenti a valorizzare il principio di autonomia contrattuale per sostenere tendenzialmente sempre la validità delle clausole di indicizzazione. Nemmeno credo che la questione possa essere ridotta ai profili (certo importanti, ma a mio avviso non esaurienti) di certezza, trasparenza, adeguatezza, proporzionalità dei rischi o abusività della clausola di indicizzazione, secondo la prospettiva di F. PISTELLI, *L'indicizzazione del regolamento contrattuale*, Napoli, Editoriale scientifica, 2023, 211 ss. Il problema mi pare vada posto in via più generale (così come indicato da Quadri) interrogandosi sulla correlazione fra il principio nominalistico e gli interessi politici sottostanti alla definizione dei criteri di emissione della moneta legale.

[14] L'idoneità della moneta a fungere da strumento di scambio in assenza di un valore d'uso è messa in rilievo da M. SEMERARO, *Pagamento e forme di circolazione della moneta*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2008, 40. Anche nell'eventualità, ormai storicamente superata, che la moneta si incorpori in supporti dotati di un intrinseco valore d'uso, quali i metalli pregiati, «la funzione circolatoria del pezzo (e allora del metallo) viene a contrapporsi al valore d'uso del metallo»;

La comunità disposta ad accettare una determinata moneta può essere, in termini più moderni e aderenti al linguaggio degli economisti, qualificata come "area monetaria" o "area valutaria" [15]. Il successo economico di un'area monetaria dipende essenzialmente dalla sua capacità di realizzare effetti di rete: e perciò di attrarre una comunità sufficientemente ampia da potere soddisfare attraverso l'uso di una moneta unica le proprie esigenze di scambio e finanziamento. Questa attrattività dipende a sua volta dalla capacità dell'area valutaria di dare una soddisfacente soluzione a due fondamentali problemi: e precisamente da un lato il problema di determinare la quantità di moneta da immettere in circolazione; dall'altro il problema di decidere a chi destinare la moneta al momento della sua emissione. Nei momenti (logicamente e temporalmente) successivi a questa emissione, il problema della distribuzione della moneta può infatti essere risolto dal libero gioco degli scambi sul mercato. La determinazione dei primi destinatari di titoli rappresentativi di valore monetario richiede invece una scelta "politica", che la comunità deve operare in relazione ai propri interessi di scambio e finanziamento.

La funzione monetaria assolta sul piano socioeconomico da titoli rappresentativi di unità di misura di valore assume rilievo giuridico se ed in quanto giudicata meritevole di protezione e perciò riconosciuta dal legislatore [16]. Alla luce delle

così T. ASCARELLI, (nt. 12), 14. L'obbligazione definita dalle parti in relazione al contenuto metallico e perciò al valore d'uso del pezzo trasforma del resto la prestazione pecuniaria in una permuta; cfr. infatti in prospettiva storica E. BARCELLONA, Ius monetarium, Bologna, Il Mulino, 2012, 121 s., e nella dottrina economica A. GRAZIANI, *The theory of the monetary circuit*, in *Economie et Sociétés, Monnaie et Production*, 7/1990, 7, 10, per il quale «an economy using as money a commodity coming out of a regular process of production, cannot be distinguished from a barter economy». In questa prospettiva le impostazioni "nostalgiche" del metallismo e della sua funzione di protezione dell'interesse al mantenimento del valore della moneta (che chiaramente emergono in P. GROSSI, *Ricerche sulle obbligazioni pecuniarie nel diritto comune*, Milano, Giuffrè, 1960, ad es. 93 e 123) finiscono in realtà per contraddire gli stessi fondamenti di un'economia monetaria. Non possono dunque convincere i tentativi (cfr. P. GROSSI, cit., 123) di richiamare il ruolo storico del metallismo quale argomento per sostenere la libertà dei privati di introdurre clausole di rivalutazione, a tutela dell'interesse del creditore a non subire perdite di valore della moneta dovutagli (cfr. anche la precedente nt. 13).

[15] L'espressione è suggerita dal linguaggio utilizzato per l'elaborazione della teoria delle «aree valutarie ottimali» (*optimal currency areas*) da R.A. MUNDELL, *A Theory of Optimum Currency Areas*, in 51 *Am. Ec. Rev.* 657, 1961, il quale fra l'altro evidenziava la non necessaria coincidenza fra area valutaria ottimale e confini statali. In questa prospettiva il linguaggio di Mundell mi sembra particolarmente pertinente per illustrare il problema che l'emissione di token si propone di affrontare: e cioè il problema di non ottimalità dell'area valutaria definita dalle monete statali. La valorizzazione del concetto di area monetaria quale chiave di lettura della funzione economica dei token mi è stata suggerita da E.D. MARTINO, (nt. 4), 9 s., che sulla falsariga di Mundell conia l'espressione «*digital currency area*» ed il corrispondente acronimo DCA.

[16] Emerge talvolta l'affermazione secondo cui la moneta costituisce un dato della realtà sociale, cui la legge si limita a fare riferimento; cfr. F. CARBONETTI, *Moneta*, in *Dizionari del diritto privato*, a cura di N. IRTI, 5, N. IRTI, G. GIACOBBE, *Diritto monetario*, Milano, Giuffrè, 1987, 375; C. PERNI-

precedenti considerazioni, mi sembra che questo giudizio dipenda essenzialmente dai criteri elaborati dall'area valutaria per determinare i destinatari e la quantità di moneta da emettere. Il legislatore riconosce perciò giuridicamente come moneta quella emessa secondo criteri che gli paiono soddisfare gli interessi al funzionamento di un ordinato sistema di scambi e al finanziamento della produzione e della crescita economica.

In questa prospettiva possono essere lette alcune scelte dell'ordinamento sufficientemente chiare. È anzitutto evidente che gli ordinamenti statali si propongono (normalmente) di definire aree valutarie "legali" in funzione del perseguimento dei propri obiettivi di politica economica [17]: e in base a questi obiettivi stabiliscono le regole di emissione della moneta così qualificata come "moneta legale". Nell'attuale momento storico, per quanto riguarda l'Italia, l'area monetaria legale è definita in funzione di scelte di politica economica coordinate nella UE (art. 119 T.F.U.E.): e in particolare delle scelte di politica monetaria espresse dal sistema europeo di banche centrali (SEBC), eseguite nell'ambito dell'eurosistema attraverso gli indirizzi e le decisioni della BCE (art. 12 statuto SEBC) [18]. Gli indirizzi e le decisioni della BCE si esprimono fra l'altro attraverso la determinazione degli obiettivi monetari, dei tassi di interesse, dell'offerta di riserve e il controllo

---

CE, Digital currency *e obbligazioni pecuniarie*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2018, 144 s.; M. PASSARETTA, *La valuta virtuale nel sistema dei servizi di pagamento e di investimento*, Torino, Giappichelli, 2023, 13; S. SIMITIS, *Bemerkungen zur rechtlichen Sonderstellung des Geldes*, in *AcP*, 159 (1960-1961), 406, 418. La visione sociale della moneta si ricollega probabilmente all'impostazione generale di A. NUSSBAUM, (nt. 12), 8, secondo cui «the attitude of society, as distinguished from state, is paramount». Questa impostazione non può essere seguita se intende sostenere l'esistenza di un concetto pregiuridico di moneta vincolante per il legislatore. Il legislatore è sempre libero di definire i dati della realtà sociale che costituiscono elementi di una fattispecie monetaria giuridicamente rilevante: e di definirli sulla base di una valutazione "politica" di meritevolezza degli interessi sottostanti alla emissione di titoli rappresentativi di unità di misura di valore (v. subito oltre nel testo); in tal senso cfr. anche M. CIAN, (nt. 13), 322. Ciò peraltro non significa restringere il concetto di moneta a quella emessa direttamente dagli stati (ora normalmente attraverso le rispettive banche centrali) nell'esercizio di poteri sovrani. La tendenza a contrapporre rigidamente concezioni "stataliste" e rispettivamente "sociali" della moneta è forse diffusa, ed emerge ad esempio in V. DE STASIO, M. ROTA, *Le monete virtuali legali e il progetto dell'Euro Digitale*, in M. CIAN, C. SANDEI, (nt. 2), 127, 133 s. Si tratta tuttavia di una contrapposizione da respingere, in quanto aprioristicamente esclude il potere degli stati di riconoscere funzione monetaria a titoli rappresentativi di unità di misura di valore emessi nell'ambito dell'autonomia privata (cfr. subito oltre nel testo).

[17] Nel linguaggio di G.F. KNAPP, *Staatliche Theorie des Geldes*, Leipzig, Verlag von Duncker & Humblot, 1905, 122, sono queste le *öffentliche Zahlgemeinschaften*, che non escludono la contemporanea presenza di *private Zahlgemeinschaften* (nel linguaggio del presente lavoro, aree valutarie non statali).

[18] Sulle problematiche giuridiche di ricostruzione del rapporto fra SEBC, BCE e banche centrali nazionali cfr. C. ZILIOLI, M. SELMAYR, *La banca centrale europea*, Milano, Giuffrè, 2007, 107 ss., secondo cui la BCE opera quale organo di governo del SEBC. Sulla correlazione fra emissione della moneta e perseguimento di politiche economiche cfr. F. CAPRIGLIONE, voce *Moneta*, in *Enc. dir.*, Agg. III, Milano, Giuffrè, 1999, 747, 751 ss.

dell'emissione «delle uniche banconote aventi corso legale nell'Unione» (art. 128.1 T.F.U.E. e art. 16 St. SEBC) [19]. La moneta emessa in funzione dell'attuazione delle decisioni di politica economica della BCE si qualifica perciò come moneta "legale" [20].

Ad un tempo d'altro canto gli ordinamenti non hanno mai negato giuridica rilevanza alla formazione di aree monetarie diverse da quella legalmente definita in funzione dei propri obiettivi di politica economica nazionale [21]. Il riconoscimento della validità di obbligazioni pecuniarie assunte in moneta non legale è univocamente desumibile dagli artt. 1278-1279 c.c. e 126-*octies* t.u.b. Le norme appaiono del resto applicazione di un più generale principio di diritto internazionale privato che lascia le parti libere di obbligarsi in una valuta diversa da quella del paese (o dei paesi) [22] della *lex contractus* [23].

---

[19] Di fatto, dal punto di vista economico (e salve le misure non convenzionali di *quantitative easing*), la politica della BCE si esprime essenzialmente attraverso la determinazione dei tassi di interesse. Rimangono sostanzialmente teorici i poteri previsti dall'art. 12 statuto SEBC di determinazione degli obiettivi monetari e dell'offerta di riserve; cfr. U. BINDSEIL, *The operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine*, in *ECB working paper series*, no. 372, June 2004, www.ecb.europa.eu. Lo stesso potere di autorizzare l'emissione di banconote in euro assume in realtà un rilievo marginale. L'emissione della banconota deriva dalla conversione (per far fronte a richieste della clientela) di riserve detenute dalle banche commerciali presso la banca centrale; nella dottrina economica cfr. S. CESARATTO, *Sei lezioni sulla moneta*, Santarcangelo di Romagna (RN), Diarkos, 2021, 44; ma il fenomeno era stato colto magistralmente fra i giuristi da K. DUDEN, *Der Gestaltwandel des Geldes und seine rechtlichen Folgen*, Karlsruhe, Verlag C.F. Müller, 1968, 13 s., il quale rilevava che «die Notenausgabe ist kein selbstständiges Geschäft der Zentralbank […] es ist, jedenfalls grundsätzlich, nicht die Zentralbank, sondern der Partner, der über die Ausgabe oder Nichtausgabe der Noten entscheidet […] die Notenausgabe ist wohl auch in Wahrheit keine „währungspolitische Befugnis"». Le riserve presso la banca centrale a loro volta si formano endogenamente per soddisfare la domanda di moneta espressa dal sistema bancario, sempre per effetto della determinazione dei tassi di interesse; cfr. la seguente nt. 37.

[20] La correlazione fra l'istituzione di una moneta unica e il perseguimento delle finalità di politica monetaria dell'Unione mi pare emergere da Corte Giust., 26 gennaio 2021, C-422-423/19, *Dietrich, Häring c. Hessischer Rundfunk*, in *Racc.*, ECLI:EU:C:2021:63, punti 38 ss.

[21] In tal senso anche M. CIAN, (nt. 13), 322, 333 ss.; più in generale, sul carattere monetario delle valute straniere, cfr. T. ASCARELLI, (nt. 12), 40.

[22] Tenuto conto della possibilità di assoggettare il contratto a più leggi diverse prevista dall'art. 3.1 reg. 593/2008/CE.

[23] Cfr. C. PROCTOR, *Mann and Proctor on the law of money*[8], Oxford, Oxford University Press, 2022, 208. Il principio di sovranità monetaria si esprime dunque essenzialmente nel potere dell'ordinamento di emettere una propria moneta (moneta legale) in funzione del perseguimento dei propri obiettivi di politica economica. Sulla base di questo potere l'ordinamento può (ma non necessariamente deve): a) imporre ai residenti nazionali di assumere obbligazioni in moneta legale, o limitare la possibilità di assumere obbligazioni in moneta estera; b) vietare o limitare la possibilità per i residenti esteri di assumere obbligazioni in moneta nazionale. In passato queste limitazioni erano frequentemente imposte dalla disciplina valutaria, cui il codice civile fa infatti riferimento attraverso il rinvio alle "leggi speciali" dell'art. 1281. L'attuale contesto di liberalizzazione dei movimenti di

La logica sottostante al riconoscimento di aree valutarie diverse da quella legale è peraltro discussa. Una prima ricostruzione la correla al riconoscimento della sovranità degli stati esteri. Secondo questa ipotesi di lettura il riconoscimento di monete non legali dovrebbe intendersi limitato alle monete straniere [24]. Una lettu-

capitali ha favorito la progressiva riduzione di restrizioni valutarie ed una conseguente espansione del principio generale internazionalprivatistico di libertà di assunzione di obbligazioni in moneta estera. In questo contesto la più significativa espressione del potere di sovranità monetaria è probabilmente l'imposizione di assolvimento in moneta legale nazionale degli obblighi tributari. Al di fuori di questi casi particolari, non convince l'affermazione che correla in via generale la sovranità monetaria all'imposizione dell'obbligo di prestare e corrispondentemente accettare moneta legale in pagamento (*legal tender*): cfr. ad esempio A. NUSSBAUM, (nt. 12), 56 s.; B. INZITARI, *Delle obbligazioni pecuniarie*, (nt. 12), 4, 120 s.; V. DE STASIO, (nt. 13), 749; V. DE STASIO, S. BOATTO, (nt. 13), 58; H. SIEKMANN, (nt. 13), 12, 37; P. DE VECCHIS, voce *Moneta e carte valori*, in *Enc. Giur. Treccani*, 7; V. DE LUCA, voce *Moneta*, in *Dizionari del diritto privato*, promossi da N. IRTI, *Diritto commerciale*, a cura di N. ABRIANI, Milano, Giuffrè, 2011, 533, 541; M. MANCINI, *Valute virtuali e Bitcoin*, in *AGE*, 2015, 117, 123. Questa affermazione pare già dubbia alla luce dell'origine storica del corso legale: che è nato per imporre al creditore l'accettazione della moneta cartacea in luogo di quella metallica, ma che nell'attuale contesto di definitivo superamento del principio metallistico è stato considerato sostanzialmente un relitto storico; cfr. F. CARBONETTI, (nt. 15), 390, 403 s.; F. PISTELLI, (nt. 13), 71; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *L'interposizione della banca nell'adempimento dell'obbligazione pecuniaria*, Milano, Giuffrè, 1997, 25 s. In via generale, comunque, l'obbligo di accettazione assume la volontà privata di contrarre obbligazioni denominate in moneta legale. Dire che i privati possono liberamente definire la valuta di regolamento dei loro rapporti pecuniari, equivale a dire che essi non sono vincolati alla funzione pubblicistica perseguita attraverso l'emissione di moneta legale, e così ridurre il principio di sovranità monetaria ad un mero *flatus vocis*; cfr. C.P. GILLETTE, *American legal tender rules and risk allocation*, in R. FREITAG, S. OMLOR, (nt. 13), 103, 119, secondo cui «legal tender rules have little effect in a modern economy because they can be circumvented by contractual requirements» (e cfr. anche le conclusioni di p. 127); in senso analogo C. PROCTOR, (nt. 23), 79. Rileva anche G. BOSI, *Diritto monetario*, Bologna, Il Mulino, 2023, 210, che l'utilizzazione di valute straniere sottrae allo stato spazi di esercizio di poteri di politica monetaria; e perspicuamente S. SIMITIS, (nt. 16), 426 s., pur sostenendo che l'obbligo di accettazione è strumentale all'interesse a favorire la circolazione del denaro statale in funzione di obiettivi di politica valutaria, precisa che questi obiettivi a loro volta presuppongono interventi dello stato nella disciplina privata dell'uso del denaro (interventi, mi pare di potere aggiungere, sempre meno frequenti nell'attuale contesto economico). In realtà nell'attuale contesto il principio di sovranità monetaria (al di fuori dei sempre più ridotti divieti di assunzione di obbligazioni in moneta estera) assume rilievo se ed in quanto i privati abbiano scelto di obbligarsi nella valuta definita dal "sovrano": e ne abbiano condiviso le scelte di politica economica. Precisamente in questi casi spetta al sovrano ed a lui soltanto identificare i titoli rappresentativi di unità di misura del valore che il debitore è obbligato a prestare e il creditore è tenuto a ricevere; cfr. C. PROCTOR, (nt. 23), 356 ss.; F. CARBONETTI, (nt. 15), 400. In sintesi: l'obbligo di accettazione non esprime un potere sovrano di imporre scelte di politica economica; al contrario piuttosto la capacità dell'ordinamento di esprimere scelte di politica economica condivise dalla comunità favorisce l'assunzione di obbligazioni pecuniarie denominate in moneta legale, e determina conseguenti obblighi del creditore di accettazione di questa moneta in pagamento.

[24] Cfr. M. CIAN, (nt. 13), 337 s.; M. MANCINI, (nt. 23), 123; V. DE STASIO, (nt. 13), 759; G.L. GRECO, *Valute virtuali e valute complementari, tra sviluppo tecnologico e incertezze regolamentari*, in *Riv. dir. banc.*, 2019, 61, 64 ss., 80 (che argomenta dall'assenza di un sistema di regolamentazio-

ra alternativa propone invece di estendere questo riconoscimento ad altri mezzi di scambio, non correlati al perseguimento di obiettivi statali di politica economica [25], e perciò ora tipicamente alle criptovalute [26].

In questo contesto il legislatore del MiCAR (artt. 22-23) riconosce espressamente la funzione tipicamente monetaria di "mezzo di scambio" dei *token* collegati ad attività [27]. Lo scambio non può in particolare essere ricondotto al contratto

---

ne dei pagamenti). In un contesto anteriore alla diffusione del fenomeno delle criptovalute cfr. anche la netta presa di posizione di S. SANGIORGI, (nt. 13), 118 s., secondo cui oggetto di obbligazione pecuniaria può essere solo la moneta definita come legale dal nostro o da altri ordinamenti.

[25] Lo stesso autore spesso presentato come il "campione" dei sostenitori della natura statale del denaro, e cioè G.F. KNAPP, (nt. 17), riduceva a ben vedere il potere statale all'imposizione del contenuto metallico (cfr. p. 7 ss.) e alla definizione delle monete accettate in pagamento dei crediti vantati direttamente dallo stato medesimo. Knapp ad un tempo non negava affatto la libertà dei privati di assumere nei loro reciproci rapporti obbligazioni pecuniarie in monete non statali. Egli in particolare chiaramente ammetteva la funzione monetaria delle banconote, quand'anche emesse da privati, e tipicamente da banche (cfr. p. 86); precisava che queste monete formano comunità di pagamento private (*private Zahlgemeinschaften*, che l'autore contrappone alla *öffentliche Zahlgemeinschaft* dello stato, p. 122); e aggiungeva peraltro che le banconote private potevano in certi momenti storici essere accettate in pagamento dallo stato, e così divenire parte dell'ordinamento monetario pubblico; cfr. p. 86 e le affermazioni secondo cui «die Banknoten […] sind nicht von staatlicher Emission, treten aber mitunter in das Geldsystem des Staates ein»; «zum staatlichen Geldsystem gehören demnach alle Zahlungsmittel, mit denen man Zahlungen an den Staat leisten kann».

[26] Cfr. M. PASSARETTA, (nt. 16), 18, 38 ss.; C. PERNICE, (nt. 16), 59; S. CAPACCIOLI, *Criptovalute e bitcoin: un'analisi giuridica*, Milano, Giuffrè, 2015, 112; M.F. CAMPAGNA, *Criptomonete e obbligazioni pecuniarie*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, I, 183, 194 ss.; R. CATALANO, *L'adempimento dell'obbligazione con monete elettroniche e virtuali*, in *Banche, intermediari e Fintech*, a cura di G. CASSANO, F. DI CIOMMO, M. RUBINO DE RITIS, Milano, Giuffrè, 2021, 357, 370 ss.; M.C. DI MARTINO, *Soluzioni e prospettive sulla "natura giuridica" delle valute virtuali*, *ivi*, 297, 317 ss. Una funzione monetaria parrebbe comunque generalmente riconosciuta alle valute virtuali emesse dietro ricevimento di fondi vincolati a riserva, e convertibili in moneta legale al valore nominale (secondo lo schema dell'attuale disciplina degli EMT); cfr. F. MOLITERNI, *Criptovaluta, valuta digitale, moneta elettronica e modelli di circolazione*, in *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD 2, criptovalute e rivoluzione digitale*, a cura di F. MAIMERI, M. MANCINI, Banca d'Italia, Quaderni di ricerca giuridica n. 87, 2019, 183, 196; D. SALOMONE, *Stablecoins on the way to the EU regulations on markets in crypto-assets*, in *Competition and payment services*, a cura di V. PROFETA, Banca d'Italia, Quaderni di ricerca giuridica n. 93, 2022, 49, 54; *Comunicazione della Banca d'Italia* relativa al regolamento MiCAR, luglio 2024, 4; cfr. anche G. GHIDINI, E. GIRINO, *Criptovalute, criptoattività, regole e concorrenza: la ricerca imperfetta di un equilibrio perfetto*, in *Financial Innovation tra disintermediazione e mercato*, a cura di V. FALCE, Torino, Giappichelli, 2021, 63, 77 ss., che riconoscono funzione monetaria a Libra, sulla base della sua copertura con riserve e del suo agganciamento a valute ufficiali.

[27] Erroneamente perciò a mio avviso i considerando 40 e 56 MiCAR sembrano fare riferimento all'utilizzazione degli ART come mezzo di scambio quale mera "eventualità", anziché come caratteristica strutturale del token; e così pure Banca d'Italia, Comunicazione 22 luglio 2024, 4, fa riferimento all'offerta «alla clientela a fini di pagamento» in termini di possibilità; in dottrina cfr. anche D. SALOMONE, (nt. 26), 54. In realtà le caratteristiche strutturali degli ART sono le medesime indipendentemente dalle intenzioni soggettive dell'emittente o dei sottoscrittori di utilizzarli in funzione

di permuta, secondo un ragionamento che definisca metafisicamente l'ART (o qualsiasi altra forma di criptovaluta) come "bene immateriale" [28]. L'ART in quanto tale, così come qualsiasi altra criptovaluta, non ha alcun valore d'uso intrinseco: ben presente invece nei cc.dd. beni immateriali [29]. Lo scambio di prodotti o servizi con criptovalute non è dunque scambio di valori d'uso, ma è scambio di prodotti o servizi con una rappresentazione di valore ideale e puramente numerica, accettata in base alla fiducia in una corrispondente generale accettazione all'interno di una comunità. In questa prospettiva lo scambio con criptovalute non presenta alcun elemento di differenziazione rispetto a quello tipicamente realizzato con somme di denaro [30]. Il contratto di permuta persegue all'op-

---

di pagamento. La disciplina MiCAR assume una portata generale e non autorizza in alcun modo l'interprete a circoscrivere l'applicazione delle sue norme sulla base di intenzioni soggettive (fra l'altro diverse, mutevoli e difficilmente accertabili) di sottoscrittori e acquirenti di ART.

[28] Per alcune proposte di qualificare le criptovalute, *in primis* i bitcoin, in termini di "beni immateriali" o "digitali", riconducendone conseguentemente lo scambio allo schema della permuta, cfr. M. CIAN, (nt. 13), 339; S. CAPACCIOLI, (nt. 26), 153; S.A. CERRATO, *Negoziare in rete: appunti su contratti e realtà virtuale nell'era della digitalizzazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, 423, 457; D. FAUCEGLIA, *La moneta privata. Le situazioni giuridiche di appartenenza e i fenomeni contrattuali*, in *Contr. impr.*, 2020, 1253, 1270; D. MAFFEIS, *Monete digitali e banche centrali*, in *ODCC*, 2022, 153, 154 ss. Aderisce all'inquadramento delle criptovalute nella categoria dei beni anche G. RINALDI, (nt. 2), 292 s. Le considerazioni del testo non toccano evidentemente il problema della qualificabilità in termini di beni degli asset digitali dotati di un intrinseco valore d'uso, come ad esempio gli NFT che incorporino rappresentazioni di immagini. La qualifica di queste tipologie di NFT quali beni può probabilmente essere condivisa; cfr. M.S. SPOLIDORO, *Dal metaverso ad Acchiappacitrulli? Riflessioni in tema di NFT*, in *AIDA*, 2022, 518, 530 s. Si tratta tuttavia di token esclusi dal campo di applicazione del MiCAR, sia pur sulla base di una previsione (art. 2.3) che lascia spazio a margini interpretativi (cfr. i considerando 10-11).

[29] Non è quindi necessario valorizzare un preteso (e in realtà discutibile) principio di *numerus clausus* dei beni immateriali, che invece richiamano R. LENER, (nt. 2), 376; M.C. DI MARTINO, (nt. 26), 315 s.; R. BOCCHINI, *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Dir. inform.*, 2017, 27, 32.

[30] Più precisamente, l'unica differenziazione potrebbe essere ricostruita valorizzando non la funzione privatistica di scambio del contratto, ma la funzione pubblicistica del denaro: e cioè sostenendo che gli scambi con astratte rappresentazioni numeriche di valore sono consentiti dall'ordinamento se ed in quanto queste rappresentazioni si incorporano in titoli emessi nell'esercizio di potestà sovrane (eventualmente anche straniere). In questa prospettiva le criptovalute, in quanto non emesse nell'esercizio di potestà sovrane, non potrebbero costituire titolo giustificativo di scambi con beni o servizi. Una ricostruzione del genere tuttavia porterebbe a qualificare gli scambi con criptovalute non come validi contratti di permuta, ma come contratti nulli per illiceità della causa, in violazione dei princìpi di ordine pubblico di sovranità monetaria. Si tratterebbe di una ricostruzione indubbiamente dotata di una sua persuasività e forse anche di ragionevolezza; v. infatti al riguardo le perplessità di M. TOLA, *Valute virtuali tra sovranità monetaria e tutela costituzionale del risparmio*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2021, 1375 ss.; EAD., *Valute virtuali e frode alla legge*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2023, I, 794, 810 ss. Ad un tempo tuttavia una ricostruzione del genere è smentita dalla lettera delle norme sugli ART e più in generale dall'impianto sistematico del MiCAR, per le ragioni illustrate nel seguente par. 10.

posto una funzione di scambio di valori d'uso, e perderebbe completamente la sua autonomia causale se venisse esteso a ricomprendere controprestazioni prive di questo valore [31].

Alla luce delle precedenti considerazioni il riconoscimento della funzione monetaria dell'ART equivale al riconoscimento dell'area valutaria che essi definiscono attraverso le relative regole di emissione [32]. Si tratta di un riconoscimento importante, perché ha ad oggetto un'emissione monetaria che l'ordinamento protegge pur in assenza di obiettivi di politica economica perseguiti da poteri sovrani. La protezione della funzione monetaria degli ART non può dunque esprimere il riconoscimento di sovranità nazionali o straniere, e deve trovare una giustificazione diversa, su cui è opportuno interrogarsi.

5. *Analogie e differenze fra le caratteristiche dell'area valutaria definita dagli ART e rispettivamente dalla moneta legale.*

L'emissione di ART determina la nascita di un'area monetaria definita dall'iniziativa privata, in risposta alla "subottimalità" delle aree monetarie legali rispetto agli interessi di scambio dei membri di una comunità d'affari. In particolare mi sembra che l'interesse degli stati a definire aree valutarie "ottimali" per i propri obiettivi di politica economica possa non coincidere con esigenze di scambio private, e che in queste ipotesi i privati ben possano avere un diverso interesse a formare aree valutarie alternative funzionali a queste loro esigenze [33].

L'esempio più semplice di questa situazione ricorre quando i membri di una comunità di scambio risiedono in diversi stati e perciò operano in diverse aree valutarie legali. Qui fisiologicamente è immaginabile che ciascun membro della comunità sia interessato a scambiare nella valuta del proprio paese di appartenen-

---

[31] Rileva efficacemente C. PERNICE, (nt. 16), 59, che nella permuta «l'attuazione del programma traslativo è modellata sulla valutazione del valore d'uso dei beni scambiati», mentre nello scambio con le valute virtuali «l'utilità marginale dell'alienante è valutabile esclusivamente in riferimento ai vantaggi che i successivi acquisti sono in grado di assicurare»; nello stesso senso M. PASSARETTA, (nt. 16), 46 s.

[32] In via generale, la funzione delle criptovalute di istituire aree monetarie è evidenziata da E.D. MARTINO, (nt. 4), 9 s.

[33] Non credo quindi che la definizione di aree monetarie private costituisca (normalmente) una risposta all'incapacità dell'ordinamento di ottimizzare l'area monetaria legale; né credo che la creazione di un'area monetaria privata dovrebbe seguire i princìpi di ottimalità illustrati da R.A. MUNDELL, (nt. 15), 661 ss. Si tratta semplicemente di prendere atto che le aree monetarie sono ottimali non in assoluto, ma in relazione alle diverse esigenze di diverse comunità di scambio: e che perciò ad esempio (e tipicamente) comunità di scambio formate da soggetti non coincidenti con i residenti di uno stato possono trovare "subottimale" qualsiasi area valutaria di origine statale (v. subito oltre nel testo).

za, peraltro non coincidente con quello di altri membri della comunità. L'inesistenza di un'area valutaria legale ottimale rispetto agli interessi di tutti i membri della comunità può dunque spingere alla formazione di un'area valutaria privata, che contemperi le diverse esigenze dei partecipanti: ad esempio, e tipicamente, attraverso la definizione di una valuta "paniere" dei valori delle diverse monete statali. Proprio questa ipotesi è infatti contemplata dalla disciplina degli ART, che espressamente menziona la possibilità di mantenere il valore del token stabile rispetto a «più valute ufficiali» [34]. Così pure è pensabile che i membri della comunità siano interessati ad investire in determinati settori finanziari o merceologici, e perciò ad ancorare le loro transazioni all'andamento di questi valori: e anche questo interesse può essere perseguito attraverso la definizione di un ART stabile rispetto a indici comunque definiti.

La subottimalità di un'area valutaria può derivare tuttavia anche da ragioni più sofisticate, e ad esempio dall'interesse a scambiare monete su piattaforme DLT e a regolarvi i relativi pagamenti. Questo interesse può ricorrere anche quando il valore del token sia stabilizzato rispetto ad una sola valuta ufficiale, ed assuma le caratteristiche di EMT [35]: qui in particolare la criptoattività può essere utile per disintermediare la circolazione della moneta rispetto ai canali bancari; nonché per regolare in tempo reale trasferimenti di denaro, eventualmente in funzione della conclusione di *smart contracts* strutturati per essere conclusi ed eseguiti istantaneamente [36].

Il riconoscimento della funzione monetaria degli ART assume d'altro canto un parallelo riconoscimento dei criteri di emissione definiti dalla relativa area valutaria. Qui si rivela anzi istruttivo il confronto con le regole di emissione della moneta legale. I sistemi monetari moderni, e in particolare il sistema dell'euro, rinunciano a predeterminare quantitativamente la moneta in circolazione: e ne filtrano l'accesso attraverso la politica del tasso di interesse della BCE, che si trasmette al sistema economico influenzando il tasso di interesse praticato dalle banche com-

[34] Un esempio significativo era dato dal progetto Libra di Facebook, che a quanto è dato di capire consisteva nella predisposizione di una moneta costruita sull'indice di un paniere di valute; cfr. A. FERRARI, G. FERRERO, *Moneta pubblica e privata in un sistema economico moderno*, 2020, http://www.francodebenedetti.it, 34 ss.

[35] Il carattere monetario accomuna senz'altro gli EMT agli ART, per le ragioni che ho già evidenziato in D. SARTI, Fintech *e diritto della concorrenza*, in M. CIAN, C. SANDEI, (nt. 2), 43, 59, sulla base della funzione di scambio che il MiCAR attribuisce a entrambe queste criptoattività.

[36] Sulla possibile utilizzazione di criptovalute in funzione della conclusione di *smart contracts* cfr. G. GITTI, *Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 13, 14; F. MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia*, Torino, Giappichelli, 61 ss.; F. GAMBINO, *Euro digitale e corso legale della moneta*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2024, 743, 750; S.T. OMAROVA, *New Tech v. New Deal: Fintech as a Systemic Phenomenon*, 36 *Yale Journ. Reg.* 735 (2019), 744, 785; D. ARNER, R. AUER, J. FROST, *Stablecoins: risks, potential and regulation*, in *BIS Working Papers* No. 905, November 2020, https://www.bis.org, 2 s.

merciali a famiglie e imprese [37]. Sistemi così strutturati si caratterizzano quindi per un'offerta di moneta che soddisfa la domanda di credito espressa da famiglie e imprese in corrispondenza di un determinato tasso di interesse (c.d. carattere endogeno della moneta) [38].

[37] Al sito della BCE (https://www.ecb.europa.eu) si legge che «le banche possono ancora ottenere tutta la liquidità di cui hanno bisogno in base al sistema del tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti»; mentre il prospetto della storia dei tassi di interesse praticati dalla BCE reperibile al sito della Banca d'Italia (https://www.bancaditalia.it) evidenzia che «dall'operazione con regolamento 15 ottobre 2008, le operazioni di rifinanziamento principali sono effettuate mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi». In questa prospettiva il credito non viene selezionato attraverso la limitazione della liquidità offerta alle banche a fini di copertura degli obblighi di riserva: cfr. S. CESARATTO, (nt. 19), 42; U. BINDSEIL, (nt. 19). L'idea che l'offerta di riserve costituisca strumento di selezione dell'accesso al credito, presupposta da F. PISTELLI, (nt. 13), 74, alla nt. 5, è dunque positivamente smentita dai citati documenti della BCE e della Banca d'Italia. Così pure non va sopravvalutata l'utilizzazione di strumenti quali la manovra del coefficiente di riserva minima delle banche. La dottrina tradizionale ritiene che la manovra di questo coefficiente sia funzionale a determinare l'offerta di moneta attraverso il meccanismo del moltiplicatore dei depositi; cfr. ad esempio F. CARBONETTI, (nt. 15), 393 s.; F. PISTELLI, *op. loc. citt.*; G. STAMMATI, voce *Moneta*, in *Enc. dir.*, XXVI, Milano, Giuffrè, 1976, 746, 751; P. DE VECCHIS, *Istituto di emissione*, in N. IRTI, G. GIACOBBE, (nt. 16), 315, 341. In realtà la BCE (competente a fissare la percentuale di riserve minime in base all'art. 19 statuto SEBC e al reg. n. 2531/98/CE), pur in anni di forti turbolenze finanziarie, ha modificato il coefficiente una sola volta, abbassandolo dal 2% all'1% con regolamento 1358/2011/UE, di modifica del regolamento 1745/2003/CE (ora sostituito dal reg. 2021/378/UE, che all'art. 6.1, lett. *b*, ha mantenuto invariata quest'ultima percentuale). La manovra del coefficiente di riserva non vale a limitare l'accesso al credito in un sistema in cui la domanda di liquidità è comunque soddisfatta dalla BCE. La necessità di mantenere una riserva minima si spiega piuttosto in funzione delle esigenze di fluidità del sistema dei pagamenti interbancari e di creazione di una domanda di liquidità offerta dalla BCE ad un tasso di interesse (c.d. interesse per le operazioni di rifinanziamento principali) poi trasmesso (per effetto dell'intermediazione delle banche commerciali) al sistema economico; cfr. S. CESARATTO, *op. cit.*, 55 s.; A. FERRARI, G. FERRERO, (nt. 34), 24; Indirizzo BCE 2015/510, all. 1, punto 2.

[38] Per una descrizione generale del meccanismo endogeno di creazione della moneta da un punto di vista economico cfr. S. CESARATTO, (nt. 19), 36 ss. Nella dottrina giuridica, ho ritrovato una certa consapevolezza di questo meccanismo in G. BOSI, (nt. 23), 10, 27 s., 156. Il carattere endogeno della moneta è tuttavia stato colto e valorizzato in particolare da O. CHESSA, *La costituzione della moneta*, Napoli, Jovene, 2016, 318 ss., che ne ha evidenziato importanti implicazioni di tipo costituzionale (sull'inquadramento costituzionale della funzione monetaria cfr. anche N. MARZONA, *Funzione monetaria*, Padova, Cedam, 1993, in particolare 32 s., dove ipotizza e parrebbe approvare, in linea con le successive scelte del T.F.U.E. criticate da Chessa, un esercizio del potere monetario svincolato da finalità e interessi politici). V. DE STASIO, (nt. 13), 750, dà atto dell'interesse ad adeguare la massa monetaria alle esigenze dell'economia (dimostrando con ciò consapevolezza della creazione di moneta calibrata in base alla domanda di credito), ma ritiene che questa esigenza sia soddisfatta dal funzionamento del moltiplicatore bancario; a ben vedere tuttavia, secondo quanto emerso nella precedente nt. 37, le banche non si dotano *ex ante* di riserve per adeguare l'offerta di credito nei limiti consentiti dal meccanismo moltiplicatore, ma soddisfano elasticamente la domanda di credito dotandosi *ex post* delle riserve calcolate secondo il relativo coefficiente; cfr. S. CESARATTO, cit., 74 ss.; A. FERRARI, G. FERRERO (nt. 34), 24; nella dottrina giuridica il meccanismo è colto da O. CHESSA, *op. cit.*, 323 s. In questa prospettiva è decisamente da respingere la concezione della moneta quale

Diversamente da quanto avviene nel caso di moneta legale, non sembra che l'emissione degli ART possa trovare la propria causa giustificativa in operazioni di concessione di credito. Contrastano con questa possibilità la previsione di un obbligo di rimborso e di accantonamento di corrispondenti valori a riserva. Un'emissione del token a credito sarebbe dunque possibile soltanto a fronte di un previo accantonamento a riserva delle risorse destinate a fare fronte agli obblighi di rimborso. Il MiCAR (art. 36.8, lett. *d*) impone tuttavia in via generale agli emittenti di descrivere la procedura secondo cui «emissione e rimborso comporteranno un corrispondente aumento e decremento della riserva di attività»; mentre non contempla alcuna possibilità di invertire temporalmente questi due momenti e di anticipare la formazione della riserva rispetto all'emissione del token. Questo dato letterale riflette del resto un'esigenza sistematica di tutela degli interessi dei creditori. Gli asset destinati a riserva formano infatti un patrimonio separato a garanzia dei diritti di rimborso dei titolari dei token. Il legislatore assume dunque che i valori accantonati a riserva siano stati versati dai sottoscrittori dei token; e reciprocamente vieta la formazione della riserva attraverso la separazione di asset acquisiti indipendentemente dall'emissione del token, che sono e devono continuare ad essere destinati a soddisfare (anche) le pretese dei creditori estranei al ceto dei titolari della criptoattività [39]. La formazione della riserva si colloca perciò in un momento temporale successivo a quello della ricezione dei fondi; si configura quale obbligo di destinazione dei fondi ricevuti; esclude qualsiasi possibilità di emissione indipendente da questa previa ricezione [40].

"risorsa scarsa", e pure va ripensata l'idea che la capacità creditizia delle banche sia limitata dalla quantità di moneta depositata; per considerazioni critiche relative a questa idea nella letteratura giuridica cfr. R.C. HOCKETT, S.T. OMAROVA, *The Finance Franchise*, in 102 *Cornell L. Rev.* 1143 (2017), 1153; nella letteratura economica cfr. ad esempio a Z. JAKAB, M. KUMHOF, *Banks are not intermediaries of loanable funds – and why this matters*, in *Bank of England Working Paper* No. 529, May 2015, reperibile in https://www.bankofengland.co.uk; M. MCLEAY, A. RADIA, R. THOMAS, *Money creation in the modern economy*, in *Bank of England Quart. Bull.*, 2014 Q1, reperibile in https://www.bankofengland.co.uk. L'equivoco sottostante all'idea che le banche prestino (solo) il denaro precedentemente depositato è del resto efficacemente confutato dalla pubblicazione divulgativa di Bundesbank, *Geld und Geldpolitik*, 2022, https://www.bundesbank.de, che puntualizza (p. 79 s.): «häufig besteht die Vorstellung, dass Buchgeld nur dadurch entsteht, dass Bargeld auf ein Konto eingezahlt wird […] dabei wird aber übersehen, dass Bargeld vorher von einem Konto abgehoben wurde […] das Buchgeld war also vorher schon da […] die Frage ist deshalb, wer das Buchgeld schafft […] es sind die Banken, etwa wenn sie Kredite vergeben […] kurz gesagt: Die Buchgeldschöpfung ist ein Buchungsvorgang».

[39] Il legislatore segue quindi una tecnica corrispondente a quella della disciplina della gestione dei fondi ricevuti dagli istituti di pagamento non bancari (IP): e in entrambi i casi intende precludere a questi istituti (ivi compresi gli emittenti di ART e EMT) di svolgere operazioni creditizie e quindi sostanzialmente attività bancaria; cfr. V. SANTORO, *I conti di pagamento degli istituti di pagamento*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 855, 860 s; M. GIULIANO (nt. 13), 60 s.

[40] Il tema della possibile emissione di token attraverso operazioni creditizie è fortemente avvertito specialmente dagli economisti, che segnalano il rischio di ostacolo alle decisioni di politica eco-

Gli ART ugualmente condividono con la moneta legale una significativa caratteristica, rappresentata dalla mancata predeterminazione quantitativa delle dimensioni di emissione [41]. L'obbligo assunto dall'emittente di mantenere la stabilità dell'ART implica infatti un corrispondente obbligo di adeguarne l'offerta alle dimensioni degli scambi e perciò all'interesse della comunità a partecipare all'area valutaria. Una diminuzione di questo interesse determina in particolare richieste di rimborso del token, che l'emittente è obbligato a soddisfare secondo il valore dell'indice. Il rispetto di quest'obbligo dovrebbe così evitare eccessive vendite sul mercato secondario, mantenere stabile il valore dell'ART rispetto all'indice, e ad un tempo ridurre il numero di token in circolazione, in corrispondenza del diminuito interesse alla partecipazione alla relativa area valutaria. All'opposto già si è visto che l'interesse a partecipare agli scambi potrebbe aumentare e determinare una "scarsità" della criptovaluta, con conseguenti eccessivi rialzi della sua quotazione sul mercato secondario: e che l'emittente pare allora ragionevolmente obbligato a mantenere la stabilità del token procedendo a nuove emissioni al valore dell'indice [42], così ancora una volta adeguandone l'offerta alla domanda espressa dall'area valutaria. In un sistema così congegnato, moneta legale (almeno nel suo attuale assetto) e ART condividono la natura endogena di un'offerta che deve costantemente essere adeguata alla crescita (o alla diminuzione) delle esigenze di finanziamento e scambio di un'area valutaria. Diverso rimane il criterio di determinazione dei soggetti cui attribuire la moneta in sede di emissione: mentre la moneta legale è emessa a favore di chi ne assume il rischio di restituzione maggiorata di un tasso di interesse, definito secondo gli obiettivi pubblici di politica economica della BCE; gli ART vengono emessi a favore di chi assume il rischio di andamento di un indice economico sottostante, definito secondo obiettivi privati di creazione di un'area valutaria.

6. *Primi corollari: la funzione monetaria degli ART ne esclude la funzione finanziaria.*

Le precedenti considerazioni consentono sotto diversi profili di trarre ora alcuni primi corollari utili per la ricostruzione della categoria dei cc.dd. token diversi.

---

nomica sottostanti all'emissione della moneta legale, cfr. S. CESARATTO, E. FEBRERO, (nt. 4), 7 s. Non è comunque escluso che, anche nell'attuale sistema di divieto di emissione a credito, gli ART possano comunque diffondersi quale alternativa alla moneta legale e così ostacolare il controllo della politica monetaria; cfr. i timori espressi da BCE, Parere 19 febbraio 2021, in *GUUE* 29 aprile 2021, C 152/1, par. 2.1.3.

[41] Predeterminazione che invece sussiste per altre tipologie di criptoattività, quali i bitcoin, emessi nelle tempistiche e secondo le quantità predefinite con tecnica algoritmica.

[42] Cfr. il precedente par. 2.

Sotto un primo profilo, le norme su emissione e rimborso degli ART possono ben essere lette come norme che impongono la formazione di un'area valutaria caratterizzata da un'offerta di moneta "endogena": in quanto adeguata alle dimensioni della relativa domanda. Questa domanda a sua volta riflette l'interesse alla partecipazione agli scambi sull'area valutaria: interesse suscettibile di esprimersi non solo al momento della richiesta di sottoscrizione o rimborso dei token, ma più in generale anche in sede di contrattazione sul mercato secondario. Le negoziazioni sul mercato secondario, infatti, se da un lato non determinano ampliamenti o contrazioni dell'area valutaria, dall'altro comportano una modificazione dei soggetti che vi partecipano, e dunque riflettono pur sempre l'interesse ad entrare e rispettivamente uscire da quest'area.

In questo contesto, il MiCAR esclude gli ART dalla categoria degli strumenti finanziari: e con ciò dimostra di volere prendere in considerazione la funzione e gli interessi puramente monetari, non finanziari, sottostanti alle operazioni di emissione, rimborso e negoziazione. Certo è ben possibile, e forse addirittura fisiologico, che nell'intenzione soggettiva di uno od altro contraente (o di entrambi) queste operazioni avvengano per finalità essenzialmente speculative collegate all'andamento dell'indice sottostante, e non per finalità di utilizzazione dell'ART come moneta di scambio in un'area valutaria. Indubbiamente di fatto in questo caso l'interesse soggettivamente perseguito può assumere caratteri di finanziarietà sostanzialmente corrispondenti a quelli propri della negoziazione di strumenti derivati. La volontà del legislatore di escludere il carattere finanziario degli ART riflette tuttavia l'irrilevanza di questo interesse sul piano giuridico. Così come il *trading* su valute legali di differenti paesi non ha ad oggetto strumenti finanziari, quand'anche sottenda valutazioni speculative sull'andamento dei corsi, analogamente estranee alla disciplina degli strumenti finanziari sono le operazioni sugli ART che pure sottendano valutazioni speculative sull'andamento del relativo indice [43].

[43] Diversamente da quanto sostenuto nel testo, secondo M. CIAN, (nt. 6), 64, il carattere speculativo del *trading* su valute deriva dal movente individuale del singolo investitore, non dalla destinazione sociale tipica della valuta, che rimane una destinazione monetaria e ne esclude la qualificazione in termini di prodotto finanziario; le criptovalute non hanno invece una destinazione sociale altrettanto definita, e potrebbero assumere una destinazione finanziaria quando in concreto siano oggetto di negoziazioni diffuse in grado di fare emergere opportunità di investimento (cfr. p. 67). Per parte mia ritengo che questa conclusione sia in contrasto con la lettera della disciplina del MiCAR (cfr. il precedente par. 3 e la nt. 10). D'altro canto, a livello generale, non mi convince il tentativo di valorizzare la "destinazione sociale" della criptoattività. Il concetto di destinazione sociale è già di per sé "sfuggente", anche perché lo scambio della criptoattività può riflettere di volta in volta interessi diversi di ciascun diverso contraente (è certo ad esempio possibile che il venditore del token si proponga di realizzare un rendimento finanziario, e che il compratore si proponga invece di partecipare agli scambi sull'area monetaria). Il discrimine fra funzione monetaria e finanziaria non va perciò ricercato in una "destinazione sociale" dello strumento, ma negli interessi che assumono rilievo giuridico secondo la volontà "politica" del legislatore, indipendentemente dalla loro rispondenza agli obiettivi soggettivamente perseguiti dalle parti nella loro transazione.

Sotto un ulteriore profilo, la definizione degli ART fa giustizia della "leggenda metropolitana" che vorrebbe desumere il concetto di moneta dalla presenza di una funzione "pregiuridica" di strumento di conservazione del valore, dotato perciò di caratteristiche di stabilità [44]. Il concetto di stabilità è già intrinsecamente "fragile": una moneta non è stabile o instabile in assoluto, lo è eventualmente rispetto ad altri valori che possono essere molto diversi e condurre a differenti conclusioni in ordine alla presenza di una funzione monetaria. Così, ad esempio, la stabilità potrebbe essere "misurata" in termini di mantenimento di potere d'acquisto, a sua volta calcolabile in relazione a "panieri" di beni o servizi in certa misura comunque arbitrari; o ancora potrebbe essere fatta dipendere dal rapporto di cambio con monete straniere [45]. I sistemi monetari d'altro canto fisiologicamente accettano il fenomeno dell'inflazione [46]: così che l'accertamento della stabilità dovrebbe risolversi in una valutazione, priva di riferimenti normativi, sul livello di inflazione accettabile [47]. L'inconsistenza (almeno giuridica) dell'idea della moneta quale strumento di conservazione del valore è allora ben evidenziata dal fenomeno degli

[44] Il preteso requisito di stabilità è stato valorizzato talvolta per negare la funzione monetaria del bitcoin; cfr. S.A. CERRATO, (nt. 28), 456; G. GHIDINI, E. GIRINO, (nt. 26), 68 s.; G. RINALDI, (nt. 2), 282 s.; G. SCHNEIDER, (nt. 2), 964 s.; F. MATTASSOGLIO, (nt. 36), 44 ss.; EAD., *Quale futuro per bitcoin e la sua decentralizzazione? Riflessioni in attesa della pronuncia sul caso Tulip Trading*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 283, 314; G. LEMME, S. PELUSO, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso bitcoin*, in *Riv. dir. banc.*, 2016, 381, 432; E. GIRINO, *Criptovalute: un problema di legalità funzionale*, *ivi*, 2018, 733, 753 ss.; G. GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del bitcoin: miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema?*, in *Dir. inform.*, 2015, 415, 419 s.; ECB, *Virtual currency schemes – a further analysis*, February 2015, https://www.ecb.europa.eu, 23 s.

[45] Pertinente in tal senso mi sembra la critica al preteso requisito di stabilità e conservazione del potere d'acquisto della moneta che si ritrova in M. PASSARETTA, (nt. 16), 17 s., il quale giustamente rileva che l'applicazione rigorosa di questo principio dovrebbe portare a negare natura monetaria a numerose valute di paesi in via di sviluppo, talvolta colpite da drammatiche perdite di valore (tanto in termini di potere d'acquisto, quanto in termini di rapporto di cambio con le valute delle economie più avanzate). Perplessità sull'effettivo significato del principio di stabilità della moneta si ritrovano anche in M.C. DI MARTINO, (nt. 26), 319. V. pure M.F. CAMPAGNA, (nt. 26), 200, che dà al requisito di riserva di valore un significato talmente ampio da potersi adattare alle criptoattività.

[46] Cfr. anche E. SILVESTRI, *Clausole di indicizzazione convenzionale*, in N. IRTI, G. GIACOBBE, (nt. 16), 95, 101, secondo cui l'inflazione ha svuotato la moneta della sua funzione di riserva di valore.

[47] Né vale replicare che l'interesse alla stabilità dei prezzi è positivamente riconosciuto dagli artt. 127, 282.2 T.F.U.E. e 2 statuto SEBC, ed orienta la politica monetaria della BCE. Al di là del fatto che questa politica comunque accetta un contenuto livello di inflazione, attualmente pari al 2% sul medio periodo (cfr. https://www.ecb.europa.eu), e prescindendo dall'arbitrarietà di questo livello e del periodo di riferimento, certo comunque: a) credo che nessuno contesterebbe il mantenimento della funzione monetaria dell'euro anche nei momenti in cui la BCE non fosse in grado di rispettare (nemmeno nel medio periodo) questi target inflazionistici; b) i target inflazionistici sono definiti nell'area monetaria legale dell'euro, e non possono essere arbitrariamente valorizzati per sindacare la funzione monetaria di valute di altri paesi o di origine privata.

ART: che certo si propongono di mantenere un valore stabile rispetto a indici di riferimento; ma ben possono essere costruiti su "valori o diritti" estremamente instabili rispetto alla moneta legale, fra i quali non vi è ragione di escludere il valore di altre criptovalute assoggettate a forti oscillazioni di mercato, quali i bitcoin [48]. Il mancato riferimento legislativo alla stabilità del "valore o diritto" sottostante agli ART, e ad un tempo il riconoscimento generale della loro funzione monetaria, consentono di ricostruire questa funzione del tutto indipendentemente dalla conservazione di valori costanti rispetto alla moneta legale.

7. *I token diversi e il loro tradizionale accostamento agli strumenti finanziari di raccolta di capitale. Prima critica: il capitale raccolto non può offrire un rendimento finanziario rappresentato dall'attribuzione di utilità.*

Alla luce delle precedenti considerazioni, occorre ora affrontare il problema della finanziarietà dei token diversi (dagli ART ed EMT). È innegabile che le giustificazioni addotte per argomentare la causa monetaria degli ART non possono essere trasposte *de plano* ai token diversi. Qui già si è visto che le somme raccolte attraverso l'emissione di ART devono essere necessariamente destinate a riserva per tutelare le aspettative di rimborso dei relativi titolari. Gli ART non possono quindi costituire tecniche di raccolta di capitali, o più precisamente non consentono di raccogliere capitali destinati a finanziare i progetti imprenditoriali dell'emittente [49].

---

[48] L'art. 3.3(3) della proposta 2020/0265 presentata dalla Commissione il 24 settembre 2020 espressamente faceva riferimento alla possibilità di costruire l'ART su un indice rappresentato da «una o più cripto-attività». L'espressa menzione delle criptoattività è scomparsa nella versione definitiva del MiCAR. La versione entrata in vigore ha tuttavia chiaramente voluto allargare, non restringere, la possibile utilizzazione di indici di riferimento, che possono ora venire costruiti genericamente su «valori o diritti», e non più soltanto su monete, criptoattività o «una o più merci». Mi pare dunque difficile ritenere che la volontà del legislatore di consentire l'emissione di ART agganciati genericamente a "valori o diritti" (e non più solo monete, criptoattività o merci) possa sottintendere una esclusione delle criptoattività da questi valori.

[49] In astratto l'emissione di ART potrebbe essere considerata come una tecnica di raccolta di capitali in funzione dell'investimento della corrispondente riserva di attività, considerando anche che i proventi e le perdite di questo investimento «sono a carico dell'emittente del token collegato ad attività» (art. 38.4 MiCAR). La previsione è particolarmente importante in quanto vale a distinguere gli ART dai fondi comuni di investimento; cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina europea*, (nt. 2), 952 s. Si tratta comunque di un investimento definito non dall'iniziativa autonoma dell'emittente, ma autoritativamente imposto dal legislatore a tutela del diritto di rimborso. Ricondurre l'operazione di emissione dei token a una causa finanziaria di raccolta di capitali allargherebbe i confini di questa causa fino a farle perdere ogni significato sostanziale. La disciplina di raccolta di capitali sul mercato finanziario si giustifica infatti per l'interesse a dare informazioni sul programma di investimento finanziato e sui relativi rischi; nel caso degli ART il programma di investimento è automaticamente definito dalla causa di emissione del token, e rende necessario dare informazioni precisamente su questa causa.

All'opposto, l'emissione di token diversi è fisiologicamente funzionale a raccogliere capitali da investire in un progetto imprenditoriale e a sollecitare il risparmio degli investitori: tipicamente per finanziare la realizzazione della piattaforma su cui la criptoattività è destinata a circolare. Di qui la diffusa utilizzazione dell'espressione *initial coin offerings*, e del corrispondente acronimo ICO, per descrivere il fenomeno sulla falsariga delle tecniche di raccolta di capitali attraverso *initial public offerings* (IPO) [50].

In realtà l'istituzione di questo parallelismo rischia di disorientare già sul piano terminologico. Parlare di "*coin offerings*" significa letteralmente fare riferimento a un fenomeno monetario, non finanziario; mentre all'opposto il parallelismo con le IPO sembra rinviare al fenomeno tipicamente finanziario dell'appello al pubblico risparmio. Questa ambiguità sembra in effetti voluta dalle impostazioni tradizionali, per le quali le ICO non potrebbero essere ricostruite unitariamente, ma presenterebbero caratteristiche talvolta monetarie, talvolta finanziarie, talvolta ancora diverse, con possibili contaminazioni e sovrapposizioni reciproche. Di qui la frequente categorizzazione dei token in *security* (o *investment*) *tokens*, caratterizzati da una causa finanziaria; *currency tokens*, caratterizzati da una causa monetaria; *utility tokens*, caratterizzati da una causa meno sicuramente riconducibile a quella finanziaria, ma comunque diversa da quella monetaria [51]. Di qui inoltre la possibilità che queste diverse cause possano talora sovrapporsi, dando luogo alla figura dei cc.dd. token "ibridi" [52].

---

[50] Cfr. C. SANDEI, (nt. 2), 158 ss.; F. ANNUNZIATA, *Speak, if you can*, (nt. 10), 5; G. GITTI, (nt. 36), 15, 17 s.; G. SCHNEIDER, (nt. 2), 971; C. FRIGENI, *L'offerta sul mercato*, (nt. 2), 381; S.T. OMAROVA, (nt. 36), 784 ss.; G. GITTI, M.R. MAUGERI, C. FERRARI, *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività*, in *ODCC*, 2019, 95 ss.; M. DE MARI, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle* Initial Token Offerings (ITOs): token crowdfunding *e sistemi di scambio di* crypto-asset, in questa *Rivista*, 2019, 267, 270 s.; L. FERRAIS, *Le* initial coin offerings*: fattispecie in cerca d'autore*, in *Fintech*, a cura di M.T. PARACAMPO, II, Torino, Giappichelli, 2019, 269 ss.; S. BRUNO, *La raccolta del risparmio mediante emissione di cripto-attività: le* initial coin offerings, in G. CASSANO, F. DI CIOMMO, M. RUBINO DE RITIS, (nt. 26), 273 ss.; 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. inform.*, 2023, 645, 659.

[51] Su questa classificazione cfr. C. SANDEI, (nt. 2), 6 s.; S. BRUNO, (nt. 50), 274; D. SALOMONE, (nt. 26), 50; I. CAPELLI, (nt. 50), 661 s.; R. LENER, (nt. 2), 378; M. DE MARI, (nt. 50), 285; ID., *Le cripto-attività nella disciplina MiCAr e la finanziarietà delle "cripto-attività non finanziarie"*, dicembre 2023, https://www.dirittobancario.it, 5; F. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, ottobre 2020, https://www.dirittobancario.it, 1 s.; E. RULLI, *Incorporazione senza* res *e dematerializzazione senza accentratore: appunti sui* token, in questa *Rivista*, 2019, 121, 131 ss.; F. MATTASSOGLIO, *Le proposte europee in tema di* crypto-assets *e* DLT. *Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)?*, in *Riv. dir. banc.*, 2021, 413, 424; R. LENER, L. FURNARI, (nt. 2), 165.

[52] Il problema del possibile carattere ibrido dei token è spesso sollevato in dottrina; cfr. ad esempio F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle* trading venues, (nt. 10), 45; ID., *Speak if you can*, (nt. 10),

Le basi concettuali di questa categorizzazione appaiono tuttavia, a ben vedere, discutibili. In via generale, anzitutto non mi sembra che l'emissione di token nell'ambito di operazioni di raccolta di capitale sia di per sé sufficiente (almeno secondo la attuale disciplina europea armonizzata) ad attrarre la criptoattività nel campo degli strumenti finanziari, indipendentemente da una valutazione delle prospettive di rendimento del capitale così investito [53]. Token rappresentativi di versamenti di capitali a fondo perduto, tipicamente per scopi puramente altruistici (che ad esempio attestino la partecipazione a iniziative di rilievo sociale) non mi paiono qualificabili come strumenti finanziari [54].

La finanziarietà presuppone dunque un'attesa di rendimento del capitale investito: ma nel mondo dei token le caratteristiche di questo rendimento appaiono "sfuggenti". Al riguardo, non convince una ricostruzione che valorizzi i diritti incorporati nel token ad ottenere «l'accesso a un bene o a un servizio prestato dal suo emittente», e consideri questi diritti (e il loro eventuale incremento di valore) come una remunerazione dell'investimento, sia pur in forma non "monetaria" [55].

21; L. FERRAIS, (nt. 50), 289; M. DE MARI, (nt. 50), 271, 298; ID., (nt. 2), 5; s.; G. GITTI, (nt. 36), 37 s.; S. BRUNO, (nt. 50), 274; G. SCHNEIDER, (nt. 2), 379.

[53] L'idea che la finanziarietà presupponga una aspettativa di rendimento pare generalmente condivisa, cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle* trading venues, (nt. 10), 47; C. SANDEI, (nt. 2), 28 (che parla di prospettiva di oggettivo accrescimento della disponibilità); G. CARRIÈRE, (nt. 2), 156, con richiami a provvedimenti CONSOB; G. SCHNEIDER, (nt. 2), 963; R. LENER, (nt. 2), 380; R. LENER, L. FURNARI, (nt. 2), 168 s. Il problema della forma che questo rendimento deve assumere mi pare tuttavia sottovalutato, o comunque superato dalla convinzione (criticabile) che le aspettative di remunerazione possano derivare dalla negoziazione dello strumento su un mercato secondario. Ritiene necessario un rendimento di carattere monetario E. RIGHINI, (nt. 2), 1165, peraltro in un momento storico in cui il problema della natura dei token non si era ancora posto.

[54] La nozione di valore mobiliare contenuta nell'art. 18-*bis* del d.l. n. 95/1974, introdotto dalla l. 77/1983, vi ricomprendeva anche i titoli rappresentativi di «diritti in […] associazioni». Si trattava tuttavia di nozione probabilmente sprovvista di un reale contenuto tecnico precettivo, e funzionale ad evitare tentativi di elusione: cfr. F. CARBONETTI, *Che cos'è un valore mobiliare?*, in *Giur. comm.*, 1989, I, 280 ss., 289. In ogni caso l'attuale elencazione degli strumenti finanziari dell'all. I, sez. C, MiFID, per quanto resa elastica dalla nozione di "valore mobiliare" dell'art. 4.1, n. 44, non mi pare allargabile fino al punto da ricomprendervi titoli rappresentativi di apporti a fondo perduto, e in tal senso mi sembra del resto orientata la dottrina citata nella nt. precedente. Al riguardo è poi ulteriormente significativo che il reg. 2017/1129/UE (reg. prospetto) all'art. 1.2, lett. *e*, parla di "titoli" di partecipazione in associazioni, evitando di utilizzare l'espressione "strumenti finanziari". L'attuale formulazione della norma sembra così volere definitivamente superare l'equivoco terminologico cui poteva indurre l'art. 1.2, lett. *e*, dell'abrogata direttiva 2003/71/CE, che in effetti utilizzava l'espressione "strumenti finanziari" anche per le partecipazioni emesse da associazioni.

[55] Negano la possibilità di ricondurre le utilità del token a un rendimento finanziario P. HACKER, C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in 15 *Eur. Comp. Fin. L. Rev.* 645 (2018), reperibile in https://ssrn.com, 28 s. Così pure in senso analogo mi paiono tuttora valorizzabili le considerazioni di E. RIGHINI, (nt. 2), 1165, pur non direttamente riferite ai token, ma comunque ragionevolmente da leggere nel senso di escludere in via generale la finanziarietà di vantaggi rappresentati dall'accesso a beni o servizi. Un orienta-

Questa spiegazione anzitutto parrebbe valere soltanto per i token di utilità, che nel MiCAR non sembrano esaustivi della categoria dei token diversi: e lascerebbe dunque aperto il problema relativo alla natura del rendimento finanziario dei token che non incorporino diritti di accesso a prodotti o servizi [56]. La possibilità di considerare questi diritti quali forme di remunerazione di tutti i token diversi potrebbe in effetti essere argomentata aderendo alle tesi secondo cui una funzione utilitaria caratterizza strutturalmente qualsiasi tipo di token: e consiste nella utilizzabilità della criptoattività negli scambi all'interno della piattaforma finanziata dall'emissione. In questa prospettiva il successo dell'economia di rete realizzata dagli scambi nella piattaforma incrementerebbe il valore del token, e determinerebbe un corrispondente rendimento finanziario per i sottoscrittori; così come il successo dell'attività sociale aumenta il valore delle azioni e determina un corrispondente rendimento finanziario degli azionisti [57].

Questa opinione si fonda su alcuni presupposti concettuali largamente condivisibili, su cui sarà necessario ritornare [58]. Certo comunque essa, nell'attuale contesto legislativo, condurrebbe non a dimostrare, ma al contrario a confutare la funzione finanziaria di tutti i token diversi. L'impianto sistematico del MiCAR esprime infatti chiaramente la volontà di attrarre nel suo campo di applicazione i token di utilità, e ad un tempo reciprocamente di escluderli dalla categoria degli strumenti finanziari. Dire allora che inevitabilmente qualsiasi token assume una funzione utilitaria, riconducibile alla possibilità di partecipazione a una piattaforma di scambio, significa dire che comunque questa funzione esclude la possibilità di attrarre i token diversi nella categoria degli strumenti finanziari: e perciò esclu-

---

mento diverso (criticato da P. HACKER, C. THOMALE, *op. cit.*, 34) sembra in effetti emergere nella giurisprudenza statunitense; in particolare nel *leading case SEC v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946), 301, si legge che «it is immaterial whether the enterprise is speculative or non-speculative or whether there is a sale of property with or without intrinsic value». Così pure in *United States of America before the Securities and Exchange Commission* – Release No. 10445 / December 11, 2017 – *Munchee*, si legge (punto 35) «even if […] tokens had a practical use at the time of the offering, it would not preclude the token from being a security». Questi precedenti ammettono dunque esplicitamente la possibile funzione finanziaria di strumenti dotati di *intrinsic value* utilitario; e ad un tempo implicitamente parrebbero desumere la finanziarietà dalla negoziabilità su mercati secondari, quand'anche il prezzo rifletta la stima di *intrinsic value*, e non l'attualizzazione di flussi di cassa attesi. La soluzione (forse) sottesa ai precedenti statunitensi è comunque senz'altro incompatibile con la disciplina MiCAR, per le ragioni esposte subito oltre nel testo.

[56] Sulla possibile esistenza di token assolutamente privi di valore utilitario cfr. P. HACKER, C. THOMALE, (nt. 55), 13.

[57] Cfr. D. BOREIKO, G. FERRARINI, P. GIUDICI, *Blockchain Startups and Prospectus Regulation*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2019, 665, 681: «there are clear similarities with investment in shares»; «the investor does not get dividends and pro quota liquidation value, but instead receives the increase (decrease) in the value of the token that is related to the increase (decrease) in the value of the platform».

[58] Al seguente par. 10.

de ogni parallelismo con le azioni di società. In ultima analisi quindi ogni tentativo di argomentare la finanziarietà del token adducendo l'esistenza di un rendimento rappresentato dalla sua (comunque intesa) funzione utilitaria si scontra con la chiara volontà del MiCAR di disciplinare in via generale questa funzione di «fornire l'accesso a un bene o a un servizio prestato dal suo emittente» (art. 3.1, n. 9, MiCAR); e reciprocamente di escluderne la natura finanziaria rilevante per l'applicazione della disciplina MiFID/Pilot.

8. *Seconda critica: il rendimento finanziario non può essere rappresentato dall'attribuzione di nuovi token.*

Un diverso possibile profilo di rendimento del capitale investito nei token, pretesamente caratterizzante la loro finanziarietà, è stato individuato nelle prospettive di remunerazione monetaria che essi frequentemente offrono, spesso correlate al successo della piattaforma. Qui, tuttavia, occorre distinguere l'eventualità che l'emittente prometta una remunerazione in moneta legale, da quella fisiologica e più frequente di remunerazione in forma di attribuzione di altri token (siano essi omogenei a quelli originariamente sottoscritti o assumano diverse caratteristiche tecnologiche) [59]. Il presente paragrafo si concentra precisamente su questa seconda eventualità; mentre la remunerazione in moneta legale verrà presa in considerazione separatamente al seguente paragrafo 11.

L'idea che la remunerazione in forma di attribuzione di nuovi token costituisca un rendimento del capitale investito [60], sostanzialmente omogeneo al rendimento in moneta legale, presenta anzitutto un profilo di contraddittorietà. L'equivalenza del rendimento in token e in moneta legale assume infatti a ben vedere una equivalenza giuridico-funzionale delle due remunerazioni: e precisamente assume che la remunerazione in token abbia caratteristiche monetarie corrispondenti a quelle della remunerazione in moneta legale. Se tuttavia i token emessi a titolo di remunerazione sono moneta, occorre spiegare perché invece non lo siano i token originariamente sottoscritti e così remunerati [61]: e in particolare occorre dimostrare che l'emissione dei token può assumere una causa finanziaria quando avviene a fronte

[59] Rileva C. SANDEI, (nt. 2), 34, che i token più autentici non prevedono una ricompensa monetaria.

[60] Come sostengono P. HACKER, C. THOMALE, (nt. 55), 13; G.L. GRECO, (nt. 24), 82 (nell'ambito di un'argomentazione tendente a ricondurre i token alla categoria dei prodotti finanziari); G. SCHNEIDER, (nt. 2), 973; M. PASSARETTA, (nt. 16), 150 (che parifica il rendimento in valuta virtuale a quello in moneta legale).

[61] M. SEMERARO, (nt. 13), 254, sembra equiparare all'interno della categoria della "moneta virtuale" i token emessi in sede di finanziamento della piattaforma e rispettivamente a titolo di partecipazione dei proventi; ma non parrebbe volere escludere in questi casi la compresenza di elementi finanziari e rispettivamente monetari dell'operazione.

di apporti di capitale, e una causa monetaria quando avviene a titolo di remunerazione di questi apporti.

In effetti l'idea di una possibile coesistenza di differenti cause giustificative di emissione del token è diffusa: ed appare spesso correlata ai vari momenti temporali di circolazione della criptoattività. È stata cioè prospettata la tesi che in un momento iniziale (fase 1) la sottoscrizione del token abbia una causa di finanziamento della piattaforma, e si esponga al rischio tecnologico di mancata realizzazione o malfunzionamento dell'infrastruttura finanziata. Solo successivamente al completamento di questa infrastruttura (fase 2) i token da essa supportati potrebbero acquisire una funzione monetaria o di utilità, sottraendosi alle regole di funzionamento dei mercati finanziari. In questa prospettiva non avrebbe grande importanza che i token circolanti nella "fase 2" di funzionamento della piattaforma "a regime" siano tecnicamente uguali a quelli già emessi in "fase 1" di realizzazione dell'infrastruttura, o invece siano emessi a seguito di un processo tecnico di "conversione" della criptoattività originariamente sottoscritta: nulla vieterebbe di considerare un token, ancorché tecnicamente identico, come strumento finanziario nella "fase 1" di predisposizione della piattaforma; e rispettivamente come *currency* o *utility* token nella "fase 2" di funzionamento dell'infrastruttura tecnologica [62].

Questa visione appare tuttavia ora in contrasto con la disciplina del MiCAR e con l'impianto sistematico sotteso. Il MiCAR è in particolare univoco nell'assoggettare alla sua disciplina (escludendone la natura finanziaria) i token di utilità fin dalla "fase 1" di predisposizione dell'infrastruttura di accesso al bene o servizio; ed anzi all'opposto in linea di principio esclude dal campo di applicazione del titolo II i token di utilità che forniscono accesso «a un bene o servizio esistente o in gestione» (art. 4.3, lett. *b*) e perciò si trovano nel momento temporale della "fase 2". Questa regola è applicabile *in primis* quando l'utilità incorporata nel token consiste nella partecipazione ad un servizio di piattaforma. Il MiCAR dunque chiaramente sottrae alla categoria degli strumenti finanziari proprio i token che "promettono" utilità consistenti nella partecipazione a servizi di piattaforma: e ciò sempre e comunque fin dalla "fase 1" in cui l'infrastruttura non è ancora operativa e non può dunque dare accesso ad un bene o servizio "esistente".

Quest'ultima considerazione appare d'altro canto tranquillamente estensibile all'ipotesi in cui la piattaforma promette ai sottoscrittori dei token una "remunerazione" consistente nell'attribuzione di nuovi token (siano essi tecnicamente diversi o corrispondenti a quelli emessi originariamente). Qui anzitutto l'acquisto di token di nuova emissione potrebbe essere considerato come una forma di acquisto dei servizi di piattaforma cui i token medesimi diano eventualmente accesso. In

[62] Cfr. C. SANDEI, (nt. 2), 82: «è ben possibile che, con l'ampliamento della base, la stessa criptovaluta veda finalmente crescere la propria accettazione sociale come mezzo di pagamento e quindi la propria funzione monetaria, a discapito di quella speculativa o di consumo» (e cfr. poi le conclusioni di p. 216).

tal caso, precisamente, i token emessi fin dalla "fase 1" potrebbero essere considerati come token di utilità, che danno accesso a servizi non ancora esistenti e in futuro incorporati nei token emessi nella "fase 2". Secondo questa ricostruzione i token emessi sin dalla "fase 1" sarebbero attratti *de plano* nella disciplina MiCAR e reciprocamente sottratti a quella MiFID/Pilot.

Questa conclusione appare peraltro confermata da una diversa prospettiva, che svaluti la funzione utilitaria dei token emessi in "fase 2", e ne esalti la componente monetaria. Se i token emessi a titolo di "remunerazione" dell'investimento sono moneta, lo sono all'interno di un'area valutaria definita dalle regole tecniche di funzionamento della piattaforma: e in particolare dalle regole tecniche di emissione e attribuzione della moneta incorporata nel token. L'interesse sottostante alla sottoscrizione dei token in "fase 1" è dunque essenzialmente un interesse alla partecipazione ad un'area valutaria, caratterizzato da un rischio monetario, non finanziario. Si tratta precisamente di un rischio relativo alla capacità della piattaforma di predisporre regole di funzionamento di un'area monetaria che suscitino l'interesse di una comunità di scambi di dimensioni sufficienti a realizzare effetti economici di rete. Rispetto a questo interesse, la realizzazione di un'infrastruttura tecnologica assume rilievo essenzialmente strumentale. Per l'investitore è indifferente che l'incapacità della piattaforma di predisporre un'area valutaria dipenda da "fallimenti" tecnologici dell'infrastruttura nella "fase 1", o dalla mancanza di interesse di una comunità di affari a partecipare a scambi su questa infrastruttura nella "fase 2". Si tratta comunque di malfunzionamenti dell'area valutaria, che si traducono in analoghe perdite di valore dei token: siano essi sottoscritti *ab initio* in "fase 1" o ricevuti successivamente in "fase 2".

Non vi è dunque ragione di assoggettare questo identico profilo di rischio a differenti discipline in relazione a diverse fasi temporali o diverse emissioni di token. La volontà del MiCAR di disciplinare unitariamente questo rischio, e ad un tempo di escludere l'applicazione del sistema di tutela MiFID/Pilot, non può essere contestata adducendo il carattere finanziario di un investimento remunerato attraverso l'assegnazione di nuovi token.

9. *Terza critica: il rendimento finanziario non può essere rappresentato dai corrispettivi ricavabili dalla negoziazione del token sul mercato secondario.*

Le ricostruzioni precedentemente criticate riflettono probabilmente una concezione più generale, che pone al centro del fenomeno finanziario la predisposizione di meccanismi di negoziazione dei relativi strumenti sui mercati secondari [63]. In

[63] La "cornice" generale di questa impostazione si ritrova nella tesi di F. ANNUNZIATA, *La disci-*

questa prospettiva la possibilità di negoziare lo strumento finanziario, ed ora anche il token, in apposite sedi di contrattazione consente di monetizzarne il valore di mercato. La monetizzazione del valore del token per effetto della negoziazione in apposite sedi (siano esse organizzate sulla stessa piattaforma dell'emittente o su piattaforme interoperabili di terzi) costituirebbe quindi una forma di rendimento assoggettato al rischio, tipicamente finanziario, di andamento delle quotazioni. Questa ipotesi di ricostruzione è tuttavia a mio avviso da respingere anzitutto sulla base di considerazioni di carattere generale, che nel MiCAR trovano puntuale conferma.

Il prezzo di uno strumento finanziario conseguibile sul mercato secondario deve razionalmente stimare la capitalizzazione dei flussi di cassa attesi, ponderata per il relativo rischio [64]. Anche la negoziazione di strumenti finanziari derivati dovrebbe pur sempre capitalizzare il valore di esposizione al rischio di (mancata) produzione di flussi reddituali dovuti a esterne vicende economiche sottostanti [65].

---

plina delle trading venues, (nt. 10), 45 ss., secondo cui la qualifica di finanziarietà dipende dalla disciplina delle sedi di negoziazione, e in ultima analisi dalla contrattazione dello strumento in queste sedi (c.d. approccio *top-down*, in contrapposizione all'approccio *bottom-up* basato sulle caratteristiche della singola fattispecie di strumento); cfr. anche ID., *Speak, if you can*, (nt. 10), 38 ss. L'idea di desumere la finanziarietà del token dalla sua possibilità di negoziazione (tipicamente su mercati secondari, o talvolta addirittura sulla base di impegni dell'emittente al riacquisto del token) è comunque ampiamente diffusa (e da questo punto di vista appare di scarso rilievo la distinzione delle tesi che riconducono la criptoattività alla categoria dei prodotti o rispettivamente degli strumenti finanziari); cfr. C. SANDEI, (nt. 2), 42 s.; G.L. GRECO, (nt. 24), 82; E. RULLI, (nt. 51), 146 ss.; D. BOREIKO, G. FERRARINI, P. GIUDICI, (nt. 57), 677; G. GITTI, (nt. 36), 37 s.; D. MASI, (nt. 2), 260 s.; M. DE MARI, (nt. 2), 21; G. SCHNEIDER, (nt. 2), 976; R. LENER, (nt. 2), 382; R. COSTI, (nt. 2), 14. Un analogo ordine di idee emerge dalle prese di posizione della CONSOB, e anzitutto dalla celebre comunicazione 22-10-1998, n. DIS/98082979, che ha qualificato finanziaria un'offerta di vendite di vini mediante titoli standardizzati, intermediati da una banca, e destinati alla negoziazione sul mercato secondario (così che infatti la successiva Comunicazione CONSOB, 28-1-1999, DIS/99006197 ha argomentato il venir meno dei profili di finanziarietà a seguito della rinuncia all'organizzazione di un mercato secondario). Cfr. anche CONSOB, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività – Rapporto finale*, 2 gennaio 2020, https://www.consob.it, 5, che aveva proposto un approccio regolamentare basato sul fatto che «l'*appeal* delle ICO nei confronti del mercato *retail* pare in larga misura essere rappresentato proprio dalla prospettazione/possibilità di rivendita dei *token* su un c.d. mercato secondario». Una interessante (e per numerosi aspetti condivisibile) critica all'idea di desumere la finanziarietà dalle possibilità di rivendita sul mercato secondario si ritrova in P. HACKER, C. THOMALE, (nt. 55), 34 ss., peraltro nell'ambito di una impostazione orientata a ritenere (diversamente da quanto sostenuto nel testo) che la remunerazione in criptovaluta costituisca una forma di rendimento idonea a dare al token caratteri di finanziarietà.

[64] Cfr. D. PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare* caps, floors, swaps, index futures*)*, in *Dir. comm. int.*, 1992, 171, 176, nt. 12; P. HACKER, C. THOMALE, (nt. 55), 27; nei flussi di cassa va evidentemente ricompreso il valore del rimborso del capitale alla scadenza.

[65] L'interesse a ridefinire le condizioni di esposizione al rischio è considerato tipicamente alla base delle contrattazioni del mercato secondario: cfr. S.T. OMAROVA, (nt. 7), 6, secondo cui «secondary markets sit "on top" of primary markets, as a vital "overflow" space for absorbing, sharing and repricing financial risks and rewards inherent in the process of capital formation».

Nulla autorizza ad estendere il concetto di rendimento finanziario alle ipotesi in cui l'asset tokenizzato non produce flussi reddituali, e ad un tempo il token non fa riferimento ad alcun "sottostante" caratterizzato da profili di rischio relativo a questi flussi [66]. Non varrebbe qui in particolare estendere il concetto di "sottostante" al punto da ricomprendervi il valore del "bene o servizio" incorporato in un token di utilità. Così, ad esempio, la negoziazione del token che attribuisce un diritto di parcheggio (in un'area realizzata attraverso gli investimenti finanziati dai sottoscrittori) è negoziazione del valore del diritto di parcheggio, non è un derivato di un "sottostante" esterno costituito dal diritto di parcheggio [67]. Il diritto di parcheggio non esiste e non può essere oggetto di contrattazione al di fuori del token [68], non offre prospettive reddituali autonome e non può essere considerato un sottostante esterno. Considerazioni analoghe valgono *a fortiori* per i token di utilità che consentono la partecipazione agli scambi sulla piattaforma. Argomentare diversamente significherebbe estendere il concetto di sottostante al punto di attrarre nella categoria dei derivati sostanzialmente tutti gli strumenti finanziari, ed

[66] La possibilità di giustificare i derivati sulla base delle funzioni normalmente attribuite al mercato finanziario è problematica. Il derivato, in quanto tale, non è strumento per trasferire risorse da unità in surplus a unità in deficit; cfr. A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, Giuffrè Francis Lefbvre, 2020, 23. Lo stesso D. PREITE, (nt. 64), 178 s., nt. 14, pur nell'ambito di un'impostazione decisamente orientata ad evidenziare gli effetti positivi dei derivati, dà atto che essi non incentivano la sottoscrizione di titoli o la concessione di crediti. Preite conclude comunque che la contrattazione sui derivati contribuisce al buon funzionamento del mercato sottostante, in quanto aumenta le informazioni sulle stime dei prezzi futuri dei titoli. La rispondenza di questa conclusione alla realtà dei fatti fa in realtà sorgere seri dubbi. Così ad esempio F. DENOZZA, *La frammentazione del soggetto nel pensiero giuridico tardo-liberale*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 19 ss. ha lamentato la tendenza a fare della moltiplicazione delle transazioni massimizzanti un valore in sé, indipendente da ogni valutazione degli effetti per gli equilibri generali del sistema economico. Analogamente S.T. OMAROVA, (nt. 7), 15, ha riesaminato criticamente l'orientamento secondo cui «if a new financial product or service promises to generate private cost savings or other quantifiable efficiencies for the transacting counterparties — traders, dealers, lenders, borrowers, etc. — it is presumed to constitute a bona fide financial innovation»; con la conseguenza che «the broader systemic benefits of that product or service are usually simply presumed to follow directly from these micro-level gains».

[67] Il necessario riferimento del derivato ad "altra" attività sottostante è evidenziato da V.V. CHIONNA, (nt. 2), 4; nonché da M. CIAN, *La nozione*, (nt. 2), 1453 (che parla di parametro esogeno); R. DI RAIMO, *Dopo la crisi, come prima e più di prima*, in Swap *tra banche e clienti*, a cura di D. MAFFEIS, Milano, Giuffrè, 2014, 3, 46; C. ANGELICI, *Alla ricerca del "derivato"*, Milano, Giuffrè, 2016, 20. I riferimenti all'alterità o esogeneità evidenziano che il sottostante deve essere esterno e autonomo dal rapporto contrattuale costituito dal derivato, come del resto implicito nel concetto stesso di "derivazione" di valore, cfr. A. NIUTTA, (nt. 2), 833; BCE, *The payment system*, 2010, https://www.ecb.europa.eu, 93; da questo punto di vista non mi pare assuma diversa portata sostanziale, ma puramente terminologica, la prospettazione di E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, Giuffrè, 2001, 2001, 6, secondo cui lo strumento finanziario "insisterebbe" sul sottostante, piuttosto che derivare da esso.

[68] Segnala D. PREITE, (nt. 64), 178 s., nt. 14, che il derivato presuppone un mercato secondario, senza il quale non si creerebbero le differenze di valore su cui si basa il suo contenuto.

in primis le azioni: che a questo punto dovrebbero essere considerate derivato del valore del patrimonio sociale [69].

L'estensione del concetto di rendimento al punto da ricomprendervi tutti i prezzi comunque conseguibili sul mercato secondario, pur scorrelati da qualsiasi prospettica capitalizzazione di (inesistenti) flussi reddituali e dei relativi rischi, stravolgerebbe del resto completamente la logica del sistema finanziario, almeno come sin qui pacificamente ricostruita. Qualsiasi token si presta infatti strutturalmente ad una negoziazione su un mercato secondario, indipendentemente da ogni funzione di spostamento di liquidità da "soggetti in surplus a soggetti in deficit", secondo la frequente ricostruzione della funzione finanziaria [70]. Il tema è emerso all'attenzione con riferimento alla più nota forma di criptovaluta, e precisamente ai bitcoin. È noto che i bitcoin sono oggetto di ampie contrattazioni sul mercato secondario. Di qui un'opinione diffusa ne argomenta la finanziarietà, almeno quando l'offerta e l'acquisto avvengano per finalità di investimento [71]. Si tratta tuttavia di una prospettiva che non convinceva anteriormente al MiCAR, e che il MiCAR ulteriormente smentisce. Si tratta inoltre di prospettiva che comunque dovrebbe assumersi la responsabilità "politica" di "cestinare" la tradizionale ricostruzione della funzione dei mercati finanziari. Il bitcoin non è emesso a fronte di raccolta di capitali; non è strumento di trasmissione di liquidità da soggetti in surplus a soggetti in deficit, e nemmeno sul mercato secondario è (tipicamente)

---

[69] Dissento quindi (se ho ben compreso) dal pensiero di F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle* trading venues, (nt. 10), 50, secondo cui «quando il *token* ha, come sottostante, uno strumento di raccolta di capitale riconducibile alle tassonomie note al diritto comune, la sua qualificazione alla stregua di un derivato pare, tutto sommato, agevole»; così che «questo potrebbe essere, ad esempio, il caso di un *token* emesso […] nel contesto di operazioni di *crowdfunding,* e che avrebbe […] come "sottostante" quote di società a responsabilità limitata». La possibilità di emettere token derivati da quote di s.r.l. è indubbia, così come indubbia in tal caso è la loro riconducibilità alla categoria degli strumenti finanziari (cfr. il seguente par. 13). L'esempio di Annunziata fa tuttavia pensare ad un token emesso in un'operazione di finanziamento, e corrispondentemente sottoscritto dal finanziatore come titolo di partecipazione al capitale della società. In questo caso il token non è "derivato" dalla quota, ma è esso stesso quota di partecipazione, che incorpora i relativi diritti.

[70] Cfr. A. PERRONE, (nt. 66), 4, 11; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *I bisogni finanziari*, in *Diritto commerciale*, IV, a cura di M. CIAN, Torino, Giappichelli, 2024, 14 s. Quest'ultima in effetti allarga la funzione del mercato al soddisfacimento di ulteriori "bisogni finanziari in senso lato" (quali ad es. i bisogni di consulenza e gestione del rischio di investimento), peraltro pur sempre riconducibili ad un generale interesse a un'efficiente allocazione del capitale. Questo interesse è allora a mio avviso assolutamente estraneo all'emissione di bitcoin, dove è assente qualsiasi correlazione con operazioni di raccolta e investimento di capitali.

[71] Cfr. C. SANDEI, (nt. 2), 77 ss.; T.N. POLI, (nt. 2), 26; G. RINALDI, (nt. 2), 288; E. GIRINO, (nt. 44), 754 ss.; F. MATTASSOGLIO, (nt. 36), 52 ss.; M. DE MARI, (nt. 2), 3, 21; M. CIAN, *Noterelle*, (nt. 2), 6 s., che condivide (non le argomentazioni, ma comunque) l'esito dell'annotata decisione di Cass., 10 novembre 2021, n. 44337, (nt. 2); M. PASSARETTA, *Bitcoin: il* leading case *italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, II, 471, 477; nel senso di negare carattere finanziario ai bitcoin cfr. invece R. LENER, S.L. FURNARI, (nt. 2), 176.

scambiato in funzione del finanziamento di progetti imprenditoriali che richiedano l'acquisizione di liquidità [72]; non è infine tecnica di assunzione del rischio reddituale di una (inesistente) attività sottostante accostabile agli strumenti finanziari derivati [73].

Ciò non significa evidentemente sottovalutare l'importanza dei mercati secondari dei capitali dal punto di vista degli interessi al finanziamento delle imprese.

---

[72] Con specifico riferimento alla *blockchain*, cfr. S.T. OMAROVA, (nt. 7), 14: «focusing the discussion on the efficiency-enhancing impact of blockchain adoption on primary markets diverts policymakers' attention away from the far more salient fact that digital assets – cryptocurrencies, tokenized securities, derivatives, and other instruments – are still predominantly used for generating and augmenting secondary market trading with no meaningful connection to any real economic activity».

[73] In effetti, il riconoscimento legislativo degli strumenti finanziari derivati non è sempre facilmente spiegabile in funzione dell'interesse al finanziamento dei soggetti in deficit di liquidità (cfr. la precedente nt. 66). Anche per questa ragione sono state proposte interpretazioni tendenti a circoscrivere fortemente la validità dei contratti derivati (e ad ammetterla essenzialmente per i cc.dd. derivati di copertura); cfr. al riguardo in particolare E. BARCELLONA, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, in D. MAFFEIS, (nt. 67), 144 ss.; e per un atteggiamento di diffidenza nei confronti dei derivati tendenti a creare artificialmente rischi (quanto meno) di credito cfr. F. DELFINI, *Contratti derivati OTC: problemi di validità e di qualificazione (a margine di un recente libro in tema di* Swap*)*, in *Contr. impr.*, 2014, 910, 926 ss. I derivati dovrebbero tuttavia consentire pur sempre di "prezzare" il rischio dello svolgimento di attività economiche (latamente inteso in senso comprensivo del rischio di andamento dei prezzi di fattori produttivi, ad esempio di merci, o di eventi naturali influenti sullo svolgimento dell'attività imprenditoriale, come i derivati climatici). In linea di principio è dunque sempre sostenibile (quanto meno astrattamente, cfr. i dubbi sollevati alla nt. 66) che le emissioni di strumenti finanziari sul mercato primario da parte dei soggetti in deficit di liquidità beneficiano delle informazioni sulle condizioni di rischio elaborate ed affinate attraverso la negoziazione dei derivati. In questa prospettiva ben si spiega il tendenziale atteggiamento di maggior favore per i derivati negoziati sui mercati regolamentati (ma direi ora anche sui sistemi multilaterali o organizzati di negoziazione definiti dall'art. 4.1, nn. 22-23, MiFID, posto che l'art. 2, n. 7, reg. n. 648/2012, riconosce e perciò credo necessariamente tuteli i derivati *over the counter* trattati su qualsiasi *trading venue* vigilata, anche al di fuori dei mercati regolamentati nel senso stretto dell'art. 4.1, n. 21, MiFID); e reciprocamente si spiega la ricerca di una causa giustificativa più puntuale per i derivati negoziati al di fuori di mercati vigilati; cfr. ad esempio C. ANGELICI, (nt. 67), 155 ss.; D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, I, 604, 608. Non è evidentemente possibile prendere posizione su un tema così delicato, che vede in campo ulteriori opinioni orientate in senso sempre e comunque favorevole a riconoscere la validità del derivato; cfr. ad esempio D. PREITE, (nt. 64), 171 ss.; E. GIRINO, (nt. 67), 163 ss.; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*^{2}, Milano, Giuffrè, 635. Certo comunque l'inclusione delle valute virtuali come il bitcoin nella categoria degli strumenti finanziari non può essere giustificata secondo la logica sottostante al riconoscimento della natura finanziaria dei derivati. Seguendo lo schema concettuale di M. COSSU, P. SPADA, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente. Divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 401 416 s., il derivato crea "ricchezza inesistente" che trova il proprio titolo giustificativo nell'interesse a prezzare il rischio di andamento economico di ricchezze sottostanti (assenti ma) reali; la criptovaluta crea "ricchezza inesistente" che non può trovare titolo giustificativo in alcun sottostante (cfr. il precedente testo al richiamo della nt. 66).

Significa però ribadire che questi mercati devono essere pur sempre funzionali ad agevolare il collocamento dei capitali [74]. Significa negare la capacità dei mercati secondari di definire autoreferenzialmente il concetto di finanziarietà. Significa valorizzare le norme del MiCAR che, pur contemplando fisiologicamente la negoziazione delle criptoattività su un mercato secondario, in linea di principio ne negano la natura finanziaria. Significa infine apprezzare una scelta del legislatore che, sul piano del diritto positivo, smentisce una pur diffusa tendenza a valorizzare un preteso interesse autoreferenziale a massimizzare il numero e il valore delle transazioni sui mercati secondari [75].

10. *I token diversi possono ben svolgere una funzione monetaria e definire attraverso le loro regole di emissione una corrispondente area valutaria.*

Le precedenti considerazioni critiche portano dunque a ripensare la tradizionale categorizzazione: per concludere che i token non possono mai assumere una funzione finanziaria in assenza di un rendimento dovuto dall'emittente; e che questo rendimento non può comunque essere rappresentato né da utilità di accesso a beni o servizi, né dall'assegnazione di nuovi token, né dal loro prezzo di vendita sui mercati secondari [76]. In assenza di un rendimento, l'assegnazione di token di-

[74] Rileva efficacemente S.T. OMAROVA, (nt. 7), 6: che «'secondary' markets are just what the name implies: they are functionally secondary, or subordinated, to the primary markets».

[75] Cfr. la precedente nt. 66.

[76] In prospettiva diversa C. SANDEI, (nt. 2), 162, rileva che ««non è facile offrire una motivazione per cui una relazione seriale di puro investimento (come quella che di fatto caratterizza molte criptovalute e gli *investment token*), che sia anche negoziabile in forme analoghe a quelle dei mercati organizzati, dovrebbe subire un trattamento (anche solo in parte) diverso dagli (altri) strumenti finanziari (tipici)»; in senso analogo anche G. SCHNEIDER, (nt. 2), 978. In realtà l'equivalenza funzionale dei token e rispettivamente degli strumenti finanziari MiFID costituisce una petizione di principio, almeno fino a quando non si dimostri che in entrambi operano gli stessi meccanismi di remunerazione del capitale. Sotto questo profilo le remunerazioni dei token possono presentare differenze enormi rispetto ai rendimenti di azioni, obbligazioni, o altri strumenti finanziari. La società non crea la moneta destinata a remunerare i suoi azionisti, obbligazionisti e finanziatori; l'emittente dei token all'opposto potrebbe definire un programma di investimento che preveda la creazione diretta da parte dell'emittente medesimo (o di suoi partner commerciali) dei token destinati a "remunerare" gli investitori. Sarebbe assolutamente inaccettabile paragonare questa forma di "rendimento" a quello in moneta legale corrisposto da una società, e parimenti inaccettabile sarebbe qualsiasi paragone fra i profili di rischio e rendimento delle due ipotesi. Il paragone sembrerebbe a prima vista maggiormente plausibile se la remunerazione dei token sottoscritti avvenisse attraverso l'assegnazione di token differenti, emessi da un terzo al di fuori di qualsiasi accordo con l'emittente dei token remunerati. In una simile ipotesi (non so quanto frequente, ma che forse ricorreva nel caso investigato da SEC, Release N. 81207, July 25, 2017, *The DAO*) tuttavia, dal punto di vista economico, la redditività della remunerazione corrisposta attraverso l'assegnazione dei token emessi da un terzo dipende dalla utilizzabilità di questi ultimi token come mezzo di scambio. Il rischio economico di investimento nei token remunerati si ri-

versi può trovare una causa giustificatrice giuridicamente rilevante solo in interessi non finanziari ad ottenere «l'accesso a un bene o a un servizio prestato dal suo emittente», o a partecipare a un'area valutaria.

La possibilità di ricondurre anche i token diversi ad una funzione monetaria di partecipazione a un'area valutaria è stata già in realtà perspicuamente evidenziata da chi ha paragonato il funzionamento della piattaforma di circolazione dei token ad un sistema monetario [77]. Una parte del pensiero dottrinale ha poi ulteriormente sostenuto che la predisposizione di questo sistema può ben essere considerata come prestazione di utilità di accesso ad un servizio; e ha concluso che un servizio del genere assume valenza finanziaria, con conseguente irragionevolezza della distinzione fra token di utilità e token finanziari [78]. Questa opinione risale tuttavia ad un momento storico anteriore all'approvazione del MiCAR. L'attuale disciplina a mio avviso dimostra invece univocamente la volontà di sottrarre dall'ambito finanziario tanto la funzione utilitaria, quanto quella monetaria dei token. Pienamente condivisibile rimane tuttavia la riconduzione della piattaforma di scambio di token ad un sistema monetario [79]. Ed in realtà a ben vedere tutte le diverse possibili caratteristiche di emissione e negoziazione dei token sono tranquillamente riconducibili ai meccanismi di funzionamento di una corrispondente area valutaria [80].

---

collega perciò al successo dell'iniziativa imprenditoriale del terzo emittente dei token assegnati in remunerazione; ed è un rischio strettamente correlato al successo dell'area valutaria in cui questi ultimi token risultano spendibili. Si tratta di profili di rischio essenzialmente monetari, estranei a quelli che caratterizzano la remunerazione dei normali strumenti finanziari. Il sottoscrittore di normali strumenti finanziari non corre il rischio di insuccesso di iniziative imprenditoriali intraprese da un terzo in funzione della creazione di un'area valutaria.

[77] Cfr. E.D. Martino, (nt. 4), 10, che elabora in proposito il concetto di *digital currency area* (DCA): «digital currency areas can be defined as networks where payments and transactions are made digitally by using a currency that is specific to that network»; d'altro canto D. Boreiko, G. Ferrarini, P. Giudici, (nt. 57), 673, parlano di «complex monetary system», sviluppando le ulteriori argomentazioni riesaminate criticamente subito oltre nel testo.

[78] D. Boreiko, G. Ferrarini, P. Giudici, (nt. 57), 676 ss.

[79] Cfr. D. Boreiko, G. Ferrarini, P. Giudici, (nt. 57), 673: «each ecosystem, whatever the taxonomy of the token, can be compared to a complex monetary system, where money is created, circulated and retired, in addition to increasing or decreasing in value in comparison to alternative currencies».

[80] Le considerazioni del testo valgono per tutti i token, ivi compresi i bitcoin, che non si sottraggono alla disciplina generale del MiCAR, ma solo alla disciplina del titolo II in sede di emissione, in quanto offerte gratuitamente (cfr. la precedente nt. 2). Il bitcoin ha costituito il punto di riferimento generale della riflessione in ordine alla natura monetaria dei token. Al riguardo condivisibilmente Corte di giust. UE, 22 ottobre 2015, C-264/14, *Skatteverket c. Hedqvist*, in *Racc.*, ECLI:EU:C:2015:718, punto 24, ha affermato che il bitcoin «non ha altre finalità oltre a quella di un mezzo di pagamento». Si tratta in effetti di affermazione che la Corte ha sviluppato in funzione dell'applicazione della disciplina tributaria, e che alcuni potrebbero considerare perciò non generalizzabile. In realtà nessun argomento convincente è stato a mio avviso addotto per escludere la funzione monetaria dei token diversi, e a maggior ragione dei bitcoin. Semplicistiche e contraddit-

Così anzitutto in via generale la sottoscrizione di token sottintende l'interesse ad utilizzare la criptoattività (se non come titolo per la prestazione di beni e servizi nei rapporti con l'emittente, almeno) come mezzo di scambio nel sistema di rapporti e negoziazioni all'interno della piattaforma: secondo la funzione propria di qualsiasi moneta all'interno della propria area valutaria. La situazione non cambia nell'eventualità che l'emittente si obblighi ad attribuire ai sottoscrittori criptoattività di nuova emissione: ad esempio, e tipicamente, in corrispondenza del successo e del volume di scambi sulla piattaforma [81]. Questa attribuzione costituisce una regola di emissione della moneta all'interno della corrispondente area valutaria: e precisamente una regola di determinazione endogena della moneta in proporzione ai volumi di scambio della comunità [82]. Sotto questo profilo è poi irrilevante che la "nuova" moneta attribuita ai sottoscrittori del token abbia caratteristiche corrispondenti, e rappresenti dunque un'unità di misura omogenea, rispetto alla criptoattività originariamente sottoscritta; o viceversa dia titolo

torie mi sembrano fra l'altro le argomentazioni (anteriori al MiCAR) di ECB, (nt. 44), 23 ss. In particolare: a) l'argomentazione fondata sulla mancata diffusa accettazione del bitcoin appare anzitutto evanescente, in quanto non fa comprendere quale grado questa accettazione dovrebbe raggiungere e come dovrebbe essere accertata; in ogni caso si tratta di argomentazione che presuppone una inaccettabile nozione sociale e pregiuridica di moneta (cfr. la precedente nt. 16 e il testo corrispondente); b) l'argomentazione fondata sulla mancata denominazione dei bitcoin in una valuta di conto ufficiale è frutto di una petizione di principio, in quanto presuppone, ma non dimostra, che la funzione monetaria debba agganciarsi ad unità di conto definite da poteri sovrani (cfr. anche la precedente nt. 16 e il testo corrispondente); c) l'argomentazione fondata sulla mancanza di *legal tender* del bitcoin si espone a critiche analoghe a quelle del punto precedente; sopravvaluta l'importanza sistematica del carattere di *legal tender* (cfr. la precedente nt. 23) e contraddice la precedente affermazione della stessa BCE, secondo cui esistono monete (come quella bancaria) prive di questo carattere; d) l'argomentazione secondo cui «virtual currencies can be used only as contractual money, when there is an agreement between buyer and seller in order to accept a given virtual currency as a means of payment» non nega, ma anzi conferma la funzione monetaria del bitcoin, in un contesto in cui anche la scelta di un'unità di conto legale è comunque normalmente (in assenza di limiti imposti dall'ordinamento all'autonomia privata) frutto di un accordo (ancorché spesso implicito) fra le parti (cfr. la precedente nt. 23). Più in generale tutti gli argomenti della BCE (pur frequentemente ripresi dalla dottrina) soccombono a fronte della scelta di diritto positivo del MiCAR di riconoscere giuridicamente il valore (non finanziario) di scambio che i token esprimono all'interno di un'area valutaria.

[81] Cass. pen., sez. II, 26 ottobre 2022, n. 44378, in *Giur. comm.*, 2023, II, 957, ha qualificato quale prodotto finanziario un token che, a quanto è dato di capire, attribuiva il diritto di assegnazione di nuovi token di utilità, incorporanti il diritto alla partecipazione a una piattaforma logistica. Questa soluzione non può certo sopravvivere al MiCAR, ed era d'altro canto discutibile anche nel contesto normativo anteriore, in quanto non sembrava avvertire la necessità di distinguere i token di utilità da quelli propriamente finanziari; v. infatti in tal senso le critiche della nota di G. SCHNEIDER, (nt. 2), 963, secondo cui non tutte le criptoattività si caratterizzano necessariamente per profili di rendimento.

[82] Secondo E.D. MARTINO, (nt. 4), 10 «the scope of the network defines the DCA»; ma preciserei ulteriormente che «the scope of the network» dipende dai criteri di emissione (e determinazione dei destinatari) della moneta che definisce l'area valutaria.

all'assegnazione di criptoattività diverse (magari estratte attraverso operazioni computazionali finanziate grazie all'emissione della criptoattività originaria) [83]. Comunque la sottoscrizione del token avviene in funzione dell'attribuzione di nuove criptoattività economicamente utili in quanto scambiabili all'interno di una piattaforma: e perciò in funzione della partecipazione alla relativa area valutaria.

Nella medesima prospettiva le operazioni di acquisto e vendita di token sul mercato secondario riflettono interessi tipicamente non finanziari (se non all'acquisto di un valore d'uso di beni o servizi) di ingresso ed uscita da un'area valutaria, analogamente a quanto avviene sul mercato delle valute. Così come nel mercato delle valute la finalità puramente speculativa (fondata sull'aspettativa di andamento delle quotazioni) dell'acquisto di una moneta non la trasforma in strumento finanziario; analogamente nel mercato delle criptoattività la finalità speculativa (fondata sulle prospettive di rivendita sul mercato secondario) non altera la funzione monetaria del token, pur in assenza di un interesse alla sua utilizzazione come mezzo di scambio.

La funzione monetaria così ricostruita spiega d'altro canto anche alcune delle utilizzazioni dei token tipiche del mercato Fintech. I token possono ad esempio costituire una tecnica di organizzazione di piattaforme di finanza decentralizzata (DEFI): e precisamente di raccolta di capitali destinati a finanziare iniziative imprenditoriali attraverso il prestito di criptoattività sulla piattaforma [84]. Questa tecnica dovrebbe teoricamente consentire non solo il risparmio dei costi di intermediazione bancaria e finanziaria, ma anche una più elevata automazione delle relative operazioni: ad esempio attraverso regolamenti "in tempo reale" dei flussi di liquidità dei finanziamenti e dei rimborsi, automatismi di calcolo delle posizioni di credito e di debito, evidenziazione dei rischi di insolvenza, conclusione automatica di contratti secondo tecniche algoritmiche che ponderino questi rischi [85]. Simili forme di intermediazione riflettono a ben vedere l'assenza di analoghe possibilità di finanziamento sull'area monetaria legale: ad esempio perché in quest'area non è possibile adottare le tecniche di gestione dei rischi e di negoziazione algoritmica

[83] L'eventualità è presa in considerazione da G. SCHNEIDER, (nt. 2), 973 s., secondo cui (diversamente da quanto sostenuto nel testo) l'ipotesi si caratterizza in tal modo per elementi di finanziarietà.

[84] L'ipotesi ricorreva nel caso deciso da Trib. Verona, 24 gennaio 2017, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, II, 467, che qualifica (p. 471) i token come strumenti finanziari, ma in funzione dell'applicazione della disciplina dei servizi finanziari contenuta nel codice del consumo. Le considerazioni del testo si concentrano sui confini dell'applicazione della disciplina MFID / Pilot e rispettivamente MiCAR, e non considerano i profili consumeristici. In effetti, alla luce delle considerazioni del testo, ci si può chiedere se la nozione di servizio finanziario dell'art. 67-*ter*.1, lett. *a*, c. cons., valga a ricomprendere i servizi di offerta di ingresso e uscita in aree valutarie. La risposta positiva è forse ragionevole e possibile in base a una interpretazione estensiva della nozione di servizi "di pagamento" (la valuta digitale è uno strumento di pagamento, e la sua offerta parrebbe concernere pur sempre un servizio di pagamento); un intervento espresso del legislatore sarebbe comunque opportuno.

[85] Cfr. S.T. OMAROVA, (nt. 36), 779 s.

incorporate nei "codici" dei token. La piattaforma di DEFI predispone dunque un'area valutaria attraverso l'emissione del token; e assorbe nella causa monetaria di questa emissione le conseguenti relative operazioni di finanziamento e scambio.

Le considerazioni da ultimo svolte mi paiono valere anche per le forme di finanza realizzate attraverso *decentralized autonomous organizations* (DAO). La particolarità di questi fenomeni è stata infatti individuata nella partecipazione dei sottoscrittori di token alle decisioni della organizzazione, secondo meccanismi che dovrebbero consentire una esecuzione automatizzata delle operazioni approvate da un certo numero di membri [86]. L'esecuzione delle decisioni della DAO avviene comunque pur sempre attraverso la "movimentazione" di criptoattività (ad esempio, nell'ambito della concessione di finanziamenti) e perciò su una piattaforma che definisce un'area valutaria. La partecipazione dei membri della DAO al processo decisionale non sposta l'interesse sottostante all'emissione dei token [87]: che è quello a definire un'area monetaria di finanziamento e scambio. Solo questa prospettiva aiuta a superare sulla base delle norme del MiCAR gli interrogativi che diversamente si porrebbero in ordine alla stessa legittimità delle DAO. Una diversa prospettiva, che valorizzasse il processo decisionale per ricondurre la sottoscrizione del token a una funzione finanziaria di acquisto di titoli di partecipazione, farebbe sorgere forti problemi di compatibilità della DAO con le tipizzazioni legislative nazionali dei modelli societari [88].

11. *La natura finanziaria può essere riconosciuta limitatamente ai token: A) remunerati in moneta legale; B) che attribuiscono un diritto di assegnazione di strumenti finanziari remunerati in moneta legale; C) che attribuiscono un diritto di assegnazione di token convertibili in moneta legale (per chi ritenga questa tipologia di token compatibile con la disciplina di ART e EMT).*

Le precedenti considerazioni portano dunque a restringere la categoria dei token finanziari alle ipotesi in cui essi prevedono: a) un rendimento dovuto dal-

---

[86] Cfr. F. ANNUNZIATA, *Speak, if you can*, (nt. 10), 15; D. BOREIKO, G. FERRARINI, P. GIUDICI, (nt. 57), 672; G. GITTI, (nt. 36), 33; I. CAPELLI, (nt. 50), 2023, 659 s.; P. HACKER, C. THOMALE, (nt. 55), 10.

[87] Nega che l'attribuzione di diritti di *voice* rilevi sul piano della finanziarietà anche G. SCHNEIDER, (nt. 2), 975.

[88] Né mi convince il tentativo di F. ACCETTELLA, *Gli strumenti di robo gestione di patrimoni e le DAO*, in M. CIAN, C. SANDEI, (nt. 2), 475, 483 ss., di ricondurre il fenomeno a quello dei fondi comuni di investimento, fra l'altro perché la DAO non investe necessariamente in strumenti finanziari, ma ben può proporsi di concedere crediti a sostegno di iniziative imprenditoriali attraverso piattaforme di finanza decentralizzata.

l'emittente e regolato in moneta legale [89]; b) un rendimento costituito dall'attribuzione di strumenti finanziari remunerati in moneta legale, secondo criteri predeterminati *ex ante*; e forse anche c) un rendimento in token che l'emittente si obbliga a convertire in moneta legale, secondo un rapporto di cambio predeterminato *ex ante*.

A. L'ipotesi di token remunerati in moneta legale è quella strutturalmente più semplice, e sostanzialmente coincide con il fenomeno della tokenizzazione degli strumenti finanziari emessi conformemente alle regole generali del diritto societario. Il presente lavoro evidentemente non affronta il problema dei limiti di ammissibilità di questa tokenizzazione, che può presentare profili delicati, ad esempio per quanto riguarda (almeno nel nostro sistema) la tokenizzazione delle quote e degli strumenti finanziari delle s.r.l. Le considerazioni qui svolte si limitano a constatare il carattere finanziario degli strumenti tokenizzati di finanziamento di società in quanto ammissibili e in quanto remunerati in moneta legale. L'interesse alla remunerazione in moneta legale per definizione di ipotesi non attiene alla partecipazione ad un'area valutaria alternativa; ed è un interesse che le regole di funzionamento dell'area monetaria legale proteggono secondo la disciplina degli strumenti finanziari. Corrispondentemente, le possibilità di remunerazione consentite dalla vendita del token sul mercato secondario riflettono il valore atteso dei flussi di cassa dei rendimenti in moneta legale, non il valore monetario di scambio del token con beni e servizi all'interno della relativa area valutaria.

Nella situazione qui considerata non rileva che la remunerazione regolata in moneta legale sia dovuta in misura fissa e indipendente dal successo economico dell'iniziativa (secondo uno schema analogo a quello della promessa di un tasso di interesse); oppure sia parametrata ad indici relativi al successo economico della piattaforma. D'altro canto non è essenziale che l'emittente si obblighi a restituire in moneta legale il capitale apportato a fronte dell'emissione del token, secondo uno schema sostanzialmente corrispondente (almeno nell'ipotesi fisiologica di emissione di una serie di token omogenei) a quello di un prestito obbligazionario. L'operazione può evidentemente assumere natura finanziaria anche semplicemen-

[89] Ci si è interrogati sull'applicabilità della disciplina MiCAR a token remunerati in moneta legale, ma non rientranti nella categoria degli strumenti finanziari, ad esempio a token rappresentativi di partecipazioni di capitale non negoziabili; cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina europea*, (nt. 2), 942. L'ipotesi mi pare anzitutto teorica: una tokenizzazione non funzionale alla negoziabilità è difficile da immaginare in pratica; e d'altro canto mi chiedo se l'incorporazione di partecipazioni in token non sia già di per sé indice di negoziabilità (quanto meno in astratto) sufficiente ad applicare la disciplina degli strumenti finanziari. In ogni caso tenderei qui ad escludere l'applicabilità del MiCAR, se non altro perché, diversamente argomentando, questa applicazione finirebbe per dipendere non dalla tipologia dell'investimento (comunque avente ad oggetto la partecipazione a un capitale di società, remunerata in moneta legale e non negoziabile), ma dal ricorso alla DLT, in contrasto con il principio di neutralità tecnologica; in senso diverso v. tuttavia C. FRIGENI, *Offerta al pubblico*, (nt. 2), 33.

te per effetto della promessa di un rendimento in moneta legale, pur in assenza di un obbligo di restituzione del capitale [90].

B. Il token che attribuisce un diritto all'assegnazione di strumenti finanziari remunerati in moneta legale [91] rientra in linea di principio nella nozione di "valore mobiliare" dell'art. 4.1, n. 44, MiFID, in particolare nella tipologia di «qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere tali valori mobiliari». Non vi è ragione in tal caso di escludere il token dalla categoria degli strumenti finanziari del sistema MiFID/Pilot: considerando che anche qui l'interesse finale perseguito dal sottoscrittore non è quello ad entrare in un'area valutaria alternativa, ma è quello ad acquisire strumenti finanziari remunerati secondo le regole, e disciplinati dal sistema di tutele, caratteristiche dell'area monetaria legale.

L'ipotesi così ricostruita presuppone comunque che l'attribuzione di strumenti finanziari avvenga secondo criteri predeterminati *ex ante* in rapporto al risultato dell'investimento (ad es., un certo numero di azioni dell'emittente del token in corrispondenza di un certo numero di transazioni sulla piattaforma). Il token non assume invece natura finanziaria quando venga remunerato attraverso l'assegnazione di nuove criptoattività, che l'emittente si impegni a negoziare (in proprio o favorendo l'incontro di domande e offerte) sulla propria piattaforma, secondo rapporti di cambio con strumenti finanziari o corrispettivi in moneta legale determinati dall'andamento delle quotazioni sul mercato secondario. Qui in realtà il token attribuito a titolo di remunerazione dell'investimento non avrebbe un proprio valore corrispondente a strumenti finanziari (o moneta legale), ma verrebbe negoziato sul mercato secondario, per il suo valore di scambio all'interno della corrispondente area valutaria. La remunerazione rifletterebbe dunque pur sempre il valore della partecipazione all'area valutaria definita dai token assegnati. Nella medesima prospettiva la possibilità di negoziare il token su un mercato secondario sottenderebbe una causa non finanziaria, ma monetaria, riconducibile a quella generale del mercato delle valute.

C. La possibilità di remunerare il token attraverso l'assegnazione di nuove criptoattività convertibili in moneta legale appare in realtà problematica. Le criptoattività convertibili potrebbero infatti sembrare riconducibili alla categoria degli ART o degli EMT, e ad un tempo emesse in contrasto con le regole dettate per questi ultimi: *in primis* con le regole che ne consentono l'emissione previa la ricezione di fondi e la destinazione a riserva delle relative somme. Il problema della

[90] Ed evidentemente anche nell'ipotesi inversa di un diritto di restituzione di un capitale in assenza di corresponsione periodica di un interesse (secondo lo schema di un'obbligazione *zero coupon*).

[91] L'eventualità di remunerazione mediante attribuzione di strumenti finanziari è considerata da G. SCHNEIDER, (nt. 2) 973 s., che tuttavia sembra attribuire carattere finanziario anche ai token non remunerati in moneta legale.

disciplina degli ART ed EMT quale disciplina "esaustiva" della possibilità di emissione di token convertibili in valute legali non può essere qui approfondito. In ogni caso, ammessa (e non concessa) la possibilità di emettere token convertibili da assegnare a titolo di remunerazione dell'investimento nella piattaforma, parrebbe ragionevole attrarre l'operazione nell'orbita finanziaria MiFID/Pilot [92]. Qui a ben vedere l'operazione presenta aspetti "ibridi": in quanto può sottendere un interesse alla partecipazione all'area monetaria definita dal token emesso per remunerare l'investimento; ma ad un tempo un interesse ad ottenere un rendimento in moneta legale attraverso l'esercizio del diritto di conversione. Ritengo comunque, per le ragioni esposte nel seguente paragrafo, che la presenza di una causa "ibrida" valga, per scelta politica del MiCAR, a far prevalere l'elemento di finanziarietà su quello monetario: sempre che (per le medesime ragioni esposte al punto B) il diritto di conversione venga riconosciuto secondo un rapporto di cambio prefissato dall'emittente, e non secondo l'andamento delle quotazioni riscontrate sul mercato secondario del token.

12. *Il (falso) problema dei token "ibridi".*

Le considerazioni svolte portano a ridimensionare fortemente il problema della natura finanziaria dei cc.dd. "token ibridi", che sembrano perseguire una pluralità di funzioni. Al riguardo è utile distinguere differenti possibili tipologie di ibridazione.

A. Una prima forma di ibridazione è stata immaginata quando il token è emesso per finanziare la costruzione di una piattaforma (fase 1) e solo successivamente a questa costruzione (fase 2) può assumere una funzione monetaria di scambio o utilitaria di accesso a beni o servizi sull'infrastruttura tecnologica. Qui è stato allora ipotizzato un possibile mutamento di funzione: originariamente di tipo finanziario, da assoggettare alle regole MiFID/Pilot, e successivamente di tipo monetario o di utilità, da assoggettare alle regole MiCAR [93]. Già si è visto tuttavia che questa ricostruzione non convince, e che in realtà la funzione del token deve essere ricostruita in chiave unitaria in tutte le sue fasi, tenendo conto dell'interesse finale perseguito dal sottoscrittore. Questo interesse fin dall'inizio è rivolto all'accesso ad un'area monetaria o al conseguimento di utilità di piattaforma, così escludendo profili di finanziarietà.

B. Una seconda forma di ibridazione è stata immaginata nell'eventualità che il

[92] In tal senso anche M. PASSARETTA, (nt. 16), 150, che tuttavia estende l'ipotesi alla promessa di un rendimento in moneta virtuale, e quindi in token, che invece a mio avviso non possono costituire una forma di rendimento giuridicamente rilevante per l'applicazione della disciplina MiFID/Pilot.

[93] Cfr. la precedente nota 62 e il testo corrispondente.

token, successivamente all'emissione, venga ammesso ad una piattaforma di negoziazione. In questa prospettiva la negoziazione del token varrebbe a caratterizzarlo per una causa finanziaria, che si sovrapporrebbe alla funzione originaria (di utilità o monetaria) sottostante all'emissione [94]. Anche a questo proposito tuttavia già si è visto che la destinazione a una sede di negoziazione è elemento "neutro" rispetto alla finanziarietà, e non vale dunque a ipotizzare una ibridazione del token che combini funzioni monetarie o di utilità a una funzione propriamente finanziaria.

C. Una terza forma di ibridazione è stata immaginata quando il token combina funzioni monetarie o finanziarie a funzioni di utilità. Qui tuttavia già si è visto che la funzione finanziaria presuppone una prospettiva di rendimento (diretta o indiretta, ad esempio attraverso l'assegnazione di strumenti finanziari) in moneta legale. Ove questa prospettiva non vi sia, è esclusa ogni possibilità di ibridazione di una (inesistente) funzione finanziaria con altre e diverse funzioni del token; mentre ove vi sia, eventuali profili di ibridazione meritano di essere considerati separatamente, secondo quanto emergerà al successivo punto D.

Ora è opportuno invece considerare le innegabili possibilità di sovrapposizione fra funzione monetaria e funzione utilitaria del token [95]. L'ambito di questa sovrapposizione dipende fra l'altro dal concetto di "utilità" che si ritiene giuridicamente rilevante nell'emissione dei token. Chi sostiene che la stessa possibilità di partecipazione agli scambi della piattaforma conferisce al token una funzione utilitaria, è portato a concludere che questa funzione caratterizza pressoché inevitabilmente qualsiasi criptoattività, così normalmente sovrapponendosi ad ulteriori possibili funzioni monetarie o di investimento [96]. Indipendentemente dall'adesione ad una simile impostazione, va comunque segnalato che la funzione monetaria del token è sempre concettualmente distinta da quella utilitaria, e può almeno in alcuni casi sovrapporvisi. La distinzione e possibile sovrapposizione derivano dal fatto che funzione monetaria e rispettivamente utilitaria si esprimono nei rapporti con diverse cerchie di soggetti. La funzione utilitaria attiene ai rapporti fra titolare ed emittente del token, e si esprime nel diritto ad ottenere una prestazione da parte di quest'ultimo. In un rapporto del genere il token non è propriamente "speso" e non è oggetto delle vicende circolatorie tipiche della moneta.

---

[94] Cfr. M. De Mari, (nt. 2), 21; nonché M. Cian, (nt. 6), 67, che non fa espresso riferimento ad un carattere ibrido, ma ammette un mutamento di natura (da monetaria a finanziaria) del token per effetto della sua negoziazione sul mercato.

[95] Nel pensiero più diffuso, questo tipo di ibridazione deriva dalla sovrapposizione della funzione utilitaria a quella finanziaria; cfr. F. Annunziata, (nt. 51), 6; G. Schneider, (nt. 2), 379; P. Hacker, C. Thomale, (nt. 55), 13. Si tratta di opinioni basate sulla nozione di finanziarietà ampiamente criticata nel testo. Nella prospettiva delle argomentazioni svolte l'ibridazione attiene alla funzione (non finanziaria ma) monetaria dei token.

[96] Cfr. D. Boreiko, G. Ferrarini, P. Giudici, (nt. 57), 691.

Quand'anche (come possibile, ma non necessario e forse nemmeno frequente) l'accesso al bene o servizio determini la perdita della disponibilità del token da parte del titolare, il token non passa in capo all'emittente (che non può evidentemente vantare nei confronti di sé stesso una corrispondente prestazione) ma è oggetto di una vicenda estintiva incompatibile con una funzione monetaria di scambio [97]. Ugualmente in questi casi il token può svolgere una funzione di moneta ed essere oggetto di vicende circolatorie nei rapporti fra i vari utenti della piattaforma. E così si può immaginare un token che dia diritto alla prestazione di servizi (ad esempio, di accesso a memoria informatica per operazioni di calcolo) nei confronti dell'emittente, e che ad un tempo sia utilizzato in funzione di scambio di prestazioni da uno ad altro utente della piattaforma [98]. In queste situazioni il token presenta in effetti un carattere "ibrido", peraltro giuridicamente irrilevante. È in particolare inutile interrogarsi sulla prevalenza della funzione di utilità o di moneta: perché l'una e l'altra funzione attraggono comunque la criptoattività nella categoria unitaria dei token diversi, assoggettata alla medesima disciplina.

D. Un'ultima forma di ibridazione può derivare dalla sovrapposizione di una funzione finanziaria ad una funzione utilitaria o monetaria. Al riguardo già si è visto che la funzione finanziaria presuppone prospettive di remunerazione (dirette o indirette) in moneta legale; ma non si può escludere che a questa remunerazione si sovrapponga una funzione utilitaria (penso a un token che dia diritti alla partecipazione agli utili della piattaforma e contemporaneamente dia accesso ad alcuni suoi servizi) [99] o monetaria (penso a un token remunerato in moneta legale e che contemporaneamente incorpori diritti di assegnazione di nuovi token puramente monetari). Già si è inoltre ipotizzata l'emissione di token remunerati attraverso l'emissione di nuovi token convertibili in moneta legale: e si è visto che in questo caso il token combina l'interesse finanziario ad un rendimento in moneta legale con l'interesse monetario alla partecipazione ad un'area valutaria. In tutti questi casi (probabilmente infrequenti) a me sembra che la volontà del MiCAR di fare salva l'applicazione della disciplina degli strumenti finanziari esprima la volontà "politica" di attrarre in via generale nella (sola) disciplina MiFID/Pilot tutte le criptoattività comunque caratterizzate da aspettative di rendimento in moneta legale. Il MiCAR mi sembra precisamente volere escludere ogni possibilità di applicazione congiunta delle sue norme e rispettivamente di quelle MiFID/Pilot, anche quando la causa finanziaria si affianchi alle funzioni proprie dei token diversi.

---

[97] Cfr. M. CIAN, (nt. 13), 320; C. SANDEI, (nt. 2), 68.

[98] Analogamente l'ipotesi può ricorrere per valute virtuali emesse dai gestori di piattaforme di gioco, che i giocatori possono utilizzare per acquistare elementi ludici realizzati e "venduti" da altri utenti, ma che ad un tempo in tal modo danno contemporaneamente accesso ai servizi di gioco predisposti dall'emittente.

[99] Cfr. P. HACKER, C. THOMALE, (nt. 55), 33 ss., peraltro nell'ambito di un'impostazione che considera finanziari anche i token remunerati in criptovaluta (cfr. la nt. 60 e il testo corrispondente).

13. *La possibile natura finanziaria di token "derivati" (anche da sottostanti token monetari o di utilità) e la problematica individuazione di questa categoria, che giustifica l'elaborazione di orientamenti ESMA.*

Le considerazioni precedentemente svolte portano dunque in conclusione a ricostruire la natura finanziaria dei token sulla base di un parametro tendenzialmente rigido (*rule*), costituito da prospettive di rendimento in moneta legale, anche eventualmente per effetto dall'assegnazione di strumenti finanziari a loro volta remunerati in moneta legale. Reciprocamente le medesime considerazioni portano a respingere la diffusa opinione secondo cui la finanziarietà del token dovrebbe essere accertata caso per caso in base alle possibilità di negoziazione su un mercato secondario e di realizzazione di plusvalenze di *trading* [100]. La soluzione qui suggerita presenta in effetti profili di "tensione" con l'art. 5.2 MiCAR, che attribuisce all'ESMA il potere di elaborare «orientamenti […] sulle condizioni e sui criteri per la qualificazione delle cripto-attività come strumenti finanziari». Quest'ultima norma sembra infatti attribuire all'ESMA un certo spazio di discrezionalità amministrativa di riconoscimento della natura finanziaria dei token, secondo una valutazione caso per caso.

Il dato ricavabile dall'art. 5.2 MiCAR non mi pare comunque decisivo. Anzitutto l'esercizio di un potere amministrativo deve comunque rispettare la gerarchia delle fonti e non può dunque contraddire criteri rigidi di esclusione della natura finanziaria elaborati sulla base di un'interpretazione sistematica delle norme primarie. D'altro canto le precedenti considerazioni hanno volutamente omesso di trattare un problema che non può essere risolto attraverso una concettualizzazione altrettanto rigida, e che in effetti può richiedere una valutazione caso per caso del funzionamento delle sedi di negoziazione. Mi riferisco precisamente all'eventualità che i token possano essere strutturati per incorporare diritti parametrati all'andamento economico di un "sottostante": e con ciò assumere le caratteristiche di strumenti finanziari derivati.

Al riguardo, già si è visto che il token non può assumere natura derivata sulla base del riferimento ad un preteso "sottostante" costituito dalle utilità promesse dall'emittente o dalle possibilità di scambio offerte dalla piattaforma. Utilità e possibilità di scambio non sono un "sottostante" esterno al token ma formano direttamente il contenuto dei diritti in esso incorporati: non valgono perciò a qualificare il token in termini di derivato, così come il patrimonio della società non vale a qualificare in termini di derivati le azioni che lo rappresentano. Ciò tuttavia non esclude la possibilità di incorporare nei token diritti derivati da un sottostante esterno, anche di natura non finanziaria. Così come un derivato, qualificato dal legislatore in termini di strumento finanziario, può essere costruito su un valore

[100] Cfr. la precedente nt. 63.

non finanziario (valute, merci, eventi climatici, rischi di insolvenza), analogamente il token può essere qualificato in termini finanziari quando faccia riferimento ad un sottostante esterno, ancorché non finanziario, ed *in primis* a un altro token con funzione monetaria o di utilità [101].

È allora ben possibile che un token possa assumere natura finanziaria derivata da altri token: ed occorre interrogarsi sui presupposti di questa situazione. In linea di principio mi pare che la questione vada impostata in base ai princìpi ricostruiti in precedenza. I token che incorporano diritti di trasformazione o assegnazione di altri token remunerati in moneta legale assumono comunque natura finanziaria: perché perseguono un interesse finale ad ottenere questa forma di moneta. La conclusione è allora generalizzabile nel senso di riconoscere comunque natura finanziaria ai token che perseguono un interesse finale di corresponsione di moneta legale [102]; e ad esempio incorporino il diritto al pagamento di una somma di denaro determinata in base al valore di mercato di un altro token, rispetto al quale dunque non sussista un obbligo di "consegna".

L'intrasferibilità dei token in forma fisica non vale infatti a negare la possibilità di identificare concettualmente e di riconoscere autonomia di trattamento alle ipotesi di "consegna" della criptoattività in forma immateriale, e rispettivamente alle ipotesi in cui il "venditore" dei token promette di corrispondere moneta legale in relazione all'andamento di quotazioni di mercato. La "consegna" della criptoattività consiste nella trasmissione dal venditore all'acquirente di un protocollo informatico utilizzabile poi autonomamente dall'acquirente medesimo per beneficiare del valore utilitario del token o per trasferire il suo valore monetario a ulteriori terzi aventi causa. Ove l'acquirente non abbia pretese su questo protocollo, ma vanti soltanto un diritto alla corresponsione in moneta legale del valore di mercato del token, non si ha alcuna "consegna", nemmeno in forma immateriale: e per definizione di ipotesi l'operazione non è riconducibile all'interesse ad acquisire la disponibilità di un valore d'uso o monetario scambiabile su un'area valutaria alternativa a quella legale. In assenza di questo interesse, la negoziazione del token persegue una funzione finanziaria corrispondente a quella di un derivato.

La presenza di un reale interesse al trasferimento della disponibilità di un token non finanziario va d'altro canto verificata alla luce delle concrete modalità di regolamento del rapporto definite dalle parti. Costituiscono ad esempio indici sin-

[101] Cfr. anche M. PASSARETTA, (nt. 16), 156, che riconduce il derivato su valute virtuali alla categoria dei derivati "esotici". Per parte mia non vedo difficoltà a far rientrare i derivati da sottostanti token monetari come derivati su valute in senso tecnico (in senso contrario Passaretta richiama l'art. 10.3 del reg. del. 2017/565, che tuttavia disciplina le tecniche di regolamento con valute ufficiali a pronti per escludere, non per riconoscere, le caratteristiche di strumento finanziario derivato); la questione mi sembra comunque essenzialmente terminologica.

[102] E forse anche di corresponsione di ART e EMT, in quanto a loro volta incorporanti un diritto di conversione in moneta legale; dovrebbero qui valere in linea di principio le considerazioni del par. 11, punto C.

tomatici della mancanza di un interesse effettivo all'acquisto di valori d'uso o di scambio su aree valutarie alternative: a) la definizione di obblighi di consegna in base a posizioni nette calcolate a livello multilaterale; b) la possibilità di rinviare il regolamento di queste posizioni alla chiusura di successivi periodi di contrattazione; c) la compensabilità di posizioni attive su token con posizioni passive su importi dovuti in moneta legale; d) la compensabilità di posizioni su token differenti, calcolate sulla base del valore di mercato delle relative criptoattività [103].

Si tratta di indici che in effetti difficilmente possono essere definiti in astratto dal legislatore, e che del resto risultano funzionali alla soluzione di un problema del tutto analogo a quello della distinzione fra contratti che perseguono fini commerciali di acquisto di merci e rispettivamente speculazioni finanziarie sull'andamento dei relativi prezzi [104]. Di qui, in entrambi i casi, l'attribuzione alla normazione secondaria della Commissione (allegato I, sezione C, punto 7, MiFID, attuato dall'art. 7 del reg. 2017/565 della Commissione) o alla *soft law* degli orientamenti ESMA (art. 5.2 MiCAR) dei compiti di distinguere la finanziarietà dalla funzione commerciale (per quanto riguarda in via generale i derivati) o dalla funzione monetaria e di utilità (per quanto riguarda i token) [105]. Il MiCAR attribuisce allora in particolare all'ESMA il potere di verificare le caratteristiche delle sedi di negoziazione delle criptoattività e dei relativi sistemi di regolamento e compensazione; e di elaborare in base a queste caratteristiche criteri di determinazione dell'interesse dei contraenti ad accedere alle utilità incorporate nel token o a partecipare agli scambi su un'area valutaria; o, rispettivamente, ad assumere obbligazioni quantificate in moneta legale, anche in base alle quotazioni di altri token (ancorché non finanziari) sottostanti.

---

[103] Gli indici ricostruiti nel testo corrispondono in buona misura a quelli elaborati da F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle* trading venues, (nt. 10), 49, nell'ambito tuttavia di un'impostazione più generale, qui non condivisa, tendente ad attrarre nell'ambito della finanziarietà gli strumenti negoziabili su un mercato secondario. Il ragionamento condotto nel testo porta a valorizzare la negoziabilità dello strumento, ma ai fini della qualificazione finanziaria dei soli derivati su token (fra l'altro evitando di dare al concetto di derivato un significato eccessivamente ampio, cfr. la precedente nt. 69). Le considerazioni del testo inoltre comunque non valorizzano la negoziabilità in quanto tale, ma solo in quanto strumentale ad ottenere remunerazioni in moneta legale; mentre secondo F. ANNUNZIATA, (nt. 51), 9 s. il regolamento del contratto in denaro non sembrerebbe decisivo.

[104] Rileva ad esempio A. PERRONE, (nt. 66), 24, con riferimento ai contratti *futures*, che di regola le posizioni vengono chiuse con operazioni di segno opposto, e quindi non riflettono un reale interesse alla consegna, pur quando formalmente prevista dall'accordo; in senso analogo E. RIGHINI, (nt. 2), 1174.

[105] E di qui anche la cautela dell'ESMA, *Consultation paper*, 29 January 2024, https://www.esma.europa.eu, 16, secondo cui «the question of crypto-assets bearing rights similar to derivatives, but which would be settled in crypto-assets, EMTs or ARTs instead of cash […] is still under consideration by ESMA».

Vecchie e nuove leggi di circolazione delle quote di s.r.l.: tre modelli a zonzo (per tacer del token)

Old and new laws governing the circulation of LLC quotas: three models on the 'bummel' (to say nothing of the token)

Marco Cian*

ABSTRACT

La recente legge capitali (l. n. 21/2024) ha sancito la possibilità per le società a responsabilità limitata di accedere ai sistemi di gestione accentrata degli strumenti finanziari, con l'introduzione, nell'art. 26 del d.l. n. 179/2012, dei nuovi commi 2-*bis* ss. La nuova forma di documentazione si affianca a quelle preesistenti, componendo un quadro che non sembra agevole ricomporre sistematicamente e che suscita anche significativi dubbi sotto il profilo funzionale.

*The recent l. 21/2024 entitled limited liability companies to access centralised management systems for financial instruments, with the introduction of new paragraphs 2-*bis *et seq. in Article 26 of Law Decree 179/2012. The law adds a new form of documentation to the pre-existing ones as regards company shares and creates a legal framework that does not seem easy to recompose systematically and that also raises significant doubts from a functional point of view.*

SOMMARIO:

1. Circolazione scritturale vs. circolazione intermediata vs. circolazione ordinaria: il *puzzle* (con l'addendum della circolazione *tokenizzata*). – 2. I presupposti soggettivi e oggettivi: s.r.l. PMI, s.r.l. *tout court*; quote collocate tramite portali, quote speciali, quote *tout court*. Quale sistematica? – 3. Cosa resta dell'art. 2468 c.c.? – 4. Obbligatorietà vs. facoltatività delle forme di documentazione. Quali ragioni? – 5. I regimi circolatori: cartolarità vs. non cartolarità. I regimi di legittimazione: registro delle imprese vs. libro soci vs. certificazioni. Un'inutile convivenza? – 6. Epilogo?

* Professore ordinario di diritto commerciale, Università degli Studi di Padova; e-mail: marco.cian@unipd.it.

1. *Circolazione scritturale vs. circolazione intermediata vs. circolazione ordinaria: il* puzzle *(con l'addendum della circolazione* tokenizzata*).*

La recente legge capitali (l. n. 21/2024) ha dischiuso alle società a responsabilità limitata le porte dei sistemi di gestione accentrata degli strumenti finanziari, con l'introduzione, nell'art. 26 del d.l. n. 179/2012, dei nuovi commi 2-*bis* ss. [1].

L'ingresso nel sistema, per le società che vi accederanno, determinerà (comma 2-*ter*) l'applicazione dell'intero regime della circolazione dematerializzata, per le quote immessevi: ivi inclusi i principi "cartolari" di protezione degli acquisti, codificati negli artt. 83-*quinquies* e 83-*septies* t.u.f.

La formula documentale di registrazione dei dati e delle vicende circolatorie (cui di seguito mi riferirò come alla documentazione scritturale) non è molto dissimile da quella già prevista per le quote nello stesso t.u.f., formula anch'essa abbastanza recente, e collegata alle operazioni di *crowdfunding* che proprio le partecipazioni di s.r.l. possono avere ad oggetto (art. 100-*ter*; per comodità, d'ora in avanti, documentazione intermediata): essenzialmente una documentazione in conti/registri a cura di un intermediario, destinati a raccogliere sia i dati relativi alla "pertinenza" delle singole quote ai rispettivi soci, sia quelli relativi alle operazioni di movimentazione delle medesime.

Entrambe queste formule, quella nuova e quella nuovissima, si affiancano a quella "classica", disciplinata nel codice civile, che prevede, inutile ricordarlo, l'iscrizione dei medesimi dati e delle medesime operazioni nel registro delle imprese; e della quale l'iscrizione degli atti traslativi su richiesta non già del notaio, ma di altro professionista abilitato (*ex* art. 36 del d.l. n. 112/2008), costituisce una semplice variante qui trascurabile (non per una sua supposta, minore importanza, ma semplicemente perché a mutare è la fonte di innesco della procedura documentale, non il suo esito né i suoi effetti).

Tre modelli, dunque, che presentano almeno in parte una certa contiguità morfologica e funzionale (penso soprattutto alla documentazione scritturale e a quella

[1] Le riflessioni che seguono riprendono e sviluppano criticamente, principalmente dal punto di vista di una valutazione di politica legislativa, le considerazioni che ho svolto in *Le quote dematerializzate di s.r.l.*, pubblicato in *Riv. dir. civ.*, 2024, 291 ss.; senza replicare in questa sede le argomentazioni colà esposte, a tale scritto rimando dunque per i necessari approfondimenti delle posizioni interpretative che qui mi limiterò ad assumere a fondamento del (breve) discorso che intendo svolgere. Sul tema delle quote dematerializzate v. inoltre gli scritti pubblicati in questa *Rivista*, 2024 (I. CAPELLI, *Questioni aperte in tema di circolazione anche digitale della quota di s.r.l.: dalle operazioni di* crowdfunding *alla* Distributed Ledger Technology, 93 ss., part. 110 ss.; S. CORSO, A. LAUDONIO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra* crowdfunding *e sperimentazione di nuovi ambienti digitali*, 119 ss., part. 142 ss.; P. SPOLAORE, *La partecipazione in s.r.l. tra* crowdfunding *e dematerializzazione*, 175 ss.); F. BRIZZI, *La dematerializzazione delle quote di S.r.l. PMI*, in *Società,* 2024, 785 ss.; F. ANNUNZIATA, *sub* art. 3, in *Commentario alla Legge Capitali*, a cura di P.G. Marchetti e M. Ventoruzzo, Pisa, Pacini, 2024, 6 ss.

intermediata), ma che al contempo sono tra loro profondamente eterogenei sotto diversi aspetti, a partire dal grado di pubblicità dell'informazione, ma soprattutto quanto ai presupposti di accesso e ai rispettivi regimi di circolazione e legittimazione. L'insieme finisce così per costituire un puzzle che non sembra agevole ricomporre sistematicamente e della cui complessità sfuggono, probabilmente, il senso e lo scopo.

Tre sono, tali modelli, per tacer di un quarto, che ancora rimane nella penna del legislatore, ma che potrebbe aggiungersi ai primi in un futuro prossimo: il d.l. n. 25/2023 ha invero reso astrattamente possibile la *tokenizzazione* delle quote di s.r.l., demandando però alla Consob il compito di regolarne presupposti e condizioni (art. 28, secondo comma, lett. *a-bis*); potere che l'Autorità non ha sino ad ora esercitato (non ve n'è traccia nel regolamento attuativo adottato con delibera n. 22923 del 6 dicembre 2023), sì che le quote in *blockchain* rimangono allo stato un fenomeno materialmente (*rectius*: digitalmente) possibile, ma giuridicamente irrilevante (nel senso che dovrebbero essere trattate come quote "classiche" sotto il profilo documentale e circolatorio).

2. *I presupposti soggettivi e oggettivi: s.r.l. PMI, s.r.l.* tout court*; quote collocate tramite portali, quote speciali, quote* tout court*. Quale sistematica?*

Vi è qualche difformità fra i modelli documentali anzitutto per quel che riguarda le società che possono accedervi. I sistemi di gestione accentrata sono riservati alle sole PMI. Il modello "classico" è a libero accesso. Quello intermediato è di dubbia portata, posto che la limitazione alle PMI è stata recentemente (nel 2023 [2]) rimossa dall'art. 100-*ter* t.u.f., ma non dall'omologa disposizione contenuta nell'art. 26, quinto comma, d.l. n. 179/2012; si può forse assumere che, per effetto della novella che ha agito sul primo, la seconda sia da reputare implicitamente abrogata nella parte in cui ancora riproduce quella limitazione; e dunque che la documentazione intermediata sia aperta a tutte le s.r.l.; il che rende peraltro meno comprensibile, non già più comprensibile, il senso dell'insieme.

Anche i presupposti oggettivi non coincidono. I sistemi di gestione accentrata in regime di dematerializzazione sono destinati ad accogliere solo quote emesse serialmente e standardizzate (quote di categoria), peraltro senza che esse debbano essere negoziate in una qualche *trading venue* o che debbano essere state collocate in qualche forma particolare; la documentazione intermediata riguarda invece le sole quote collocate tramite *crowdfunding*, però a prescindere dalla loro specialità

[2] Sulla novella v. F. Brizzi, *Offerta al pubblico e circolazione delle quote di s.r.l. in seguito alla novella dell'art. 100-*ter *T.U.F.: prime riflessioni*, in questa *Rivista*, 2023, 894 ss.

e dalla loro standardizzazione; la documentazione classica è aperta a tutte le partecipazioni.

Il quadro che complessivamente ne risulta è dunque piuttosto articolato e, a quanto sembra, difficilmente giustificabile, se si considera che le diverse formule documentali non sono (e va da sé) fini a se stesse, bensì funzionali all'inserimento delle quote in distinti contesti partecipativo-finanziari.

Sul piano soggettivo, le grandi s.r.l. non sono più relegate al contesto tradizionale, ossia emarginate dai mercati, ma – se è corretto l'assunto sopra tratto alla luce del recente intervento di riforma dell'art. 100-*ter* t.u.f. – a questi possono accedere, via *crowdfunding*, operazione a servizio della quale la documentazione intermediata è congegnata; rimangono fuori dalla loro gittata, però, le sedi di negoziazione, per favorire l'ingresso nelle quali sono verosimilmente dischiuse le porte dei sistemi di gestione accentrata; soltanto le PMI, viceversa, possono liberamente muoversi fra tutti questi contesti. Ora, se il passaggio di frontiera è là dove iniziano i mercati, rimane difficile comprendere le ragioni per le quali le grandi s.r.l. sono invece messe al bando solo da alcune modalità di accesso ai medesimi.

Sotto il profilo oggettivo, se è vero che la standardizzazione è una caratteristica che in generale favorisce l'appetibilità dei prodotti finanziari nei mercati, non è chiaro perché essa sia posta come condizione per una, ma non per l'altra delle due formule documentali che dell'accesso ai mercati sono serventi. E posta la cennata contiguità tecnica tra le medesime, non mi sembra che neppure ragioni operative possano essere rinvenute a giustificazione di questa disparità di presupposti.

Il quadro complessivo appare, in ultima analisi, più il prodotto della stratificazione delle novelle, che il portato di innesti progressivi condotti con coerenza.

3. *Cosa resta dell'art. 2468 c.c.?*

In tutto ciò, nessuna delle novelle ha formalmente toccato il principio consacrato nell'art. 2468 c.c., ossia il divieto di rappresentazione delle quote in azioni.

Al netto di qualsiasi considerazione sul valore in generale di tale precetto (esso era stato inteso, come è noto, anche come atto a precludere la segmentazione delle partecipazioni in unità standardizzate [3]), non c'è dubbio che, per le quote immesse nei sistemi di gestione accentrata, esso debba considerarsi ormai per non scritto: queste infatti non solo sono standardizzate, ma sono soggette ad un regime circolatorio sotto ogni punto di vista "cartolare" e risultano dunque a tutti gli effetti "rappresentate da azioni", per quanto le si voglia chiamare con un altro nome.

[3] In proposito v. per tutti M. NOTARI, *Diritti "particolari" dei soci e categorie "speciali" di partecipazioni*, in *AGE*, 2003, 337; G. ZANARONE, *sub* art. 2468, in *Della società a responsabilità limitata*, artt. 2462-2474, in *Il Codice civile*, *Commentario* fondato da P. Schlesinger e diretto da F.D. Busnelli, Milano, Giuffrè, 2010, 506 ss.

Che portata dunque conserva il principio in questione? Le alternative ermeneuticamente prospettabili, mi sembra, sono due: o lo si riduce a principio "speciale" delle sole grandi s.r.l. (almeno fino a quando non venisse normativamente compiuto l'ultimo passo ed estesa anche ad esse la documentazione scritturale), o se ne conferma la valenza tipologicamente caratterizzante e dunque generale per tutte le s.r.l. e tale conseguentemente da imporre anche alle PMI che emettano quote scritturali la compresenza di quote (almeno una) soggette al regime della circolazione ordinaria.

La fedeltà all'architettura sistematica tradizionale delle società di capitali (o meglio: all'idea che esista un'architettura sistematica delle società di capitali) e allora all'idea dell'alterità tipologica della s.r.l. rispetto alla società per azioni spingerebbe verso questa seconda ipotesi ricostruttiva. Si tratta di una prospettiva che concepisce i rapporti tra la disciplina codicistica e quella introdotta dapprima per le *startup* innovative e progressivamente estesa a tutte le PMI in termini tali per cui la seconda concede alle s.r.l. (non grandi) di accostare alle partecipazioni morfologicamente e contenutisticamente tipiche (partecipazioni "a socialità piena") altre partecipazioni, conformate secondo il modello azionario (partecipazioni "finanziarie", o "a socialità attenuata": standardizzate, dematerializzate, prive di significativi diritti di *voice*) e potenzialmente destinate ad intercettare gli investimenti nei mercati; ma non tali da concedere alle medesime PMI di adottare un assetto partecipativo interamente azionario (cioè privo di partecipazioni a socialità piena).

Vero è, tuttavia, che l'attacco delle riforme recenti a quella architettura sistematica, che il codice civile ancora custodisce, ma che la disciplina complementare aggredisce, è concentrico e si fa sempre più pronunciato; si tratta ancora, da parte dell'interprete, di una scelta di valore ineludibile, se vogliamo di una scelta di campo tra difesa e ibridazione/assimilazione dei tipi, ma il tasso di plausibilità del primo corno della scelta viene – si deve avere l'onestà di riconoscerlo – progressivamente scemando.

4. *Obbligatorietà vs. facoltatività delle forme di documentazione. Quali ragioni?*

Documentazione scritturale e documentazione intermediaria differiscono anche sotto un altro profilo. La prima parrebbe liberamente accessibile alla società, ma non al singolo socio; la seconda dipende dalla libera adesione (prima della società [4] e poi) di quest'ultimo.

[4] L'attivazione del relativo regime è infatti "eventuale" (art. 12, lett. *a*, reg. Consob n. 22720 del 1° giugno 2023), sì che la decisione a monte sembra rimessa alla società. V. ad ogni modo, per la tesi contraria (obbligatorietà dell'adozione di tale regime), alla luce del regolamento (UE) n. 1503/2020,

La dematerializzazione dischiusa alle s.r.l. sembra anzitutto sempre facoltativa, probabilmente anche nel caso (ipotetico) in cui le quote siano ammesse in una sede di negoziazione [5]; l'opzione pare competere peraltro esclusivamente all'emittente e, una volta compiuta, pare imporsi ai soci, senza che possano coesistere quote, appartenenti alla medesima serie, alcune delle quali presenti nel sistema di gestione accentrata e altre iscritte nel registro delle imprese. Viceversa, quando si tratti di partecipazioni collocate tramite portali e dunque potenzialmente documentabili nei registri degli intermediari *ex* art. 100-*ter* t.u.f., la scelta fra documentazione classica e documentazione intermediata è rimessa a ciascun investitore [6] ed è sempre reversibile, sì che è possibile che, di tutte le quote oggetto dell'operazione di *crowdfunding*, il registro delle imprese ne accolga alcune intestate direttamente all'investitore, accanto ad altre intestate "per conto" dei medesimi agli intermediari.

Non sembra che sussistano ragioni tecniche tali da giustificare una simile articolazione disciplinare. Non che la numerosità delle opzioni e la varietà delle stesse costituisca di per sé un male; ma resta l'impressione che il regime della documentazione intermediata sia stato nella sostanza superato dall'ultima novella finendo dunque per costituire solo una tappa cronologicamente intermedia del processo di finanziarizzazione delle quote di s.r.l.; all'esito del quale, in definitiva, l'utilità pratica dell'una formula documentale pare essere inversamente proporzionale a quella dell'altra.

5. *I regimi circolatori: cartolarità vs. non cartolarità. I regimi di legittimazione: registro delle imprese vs. libro soci vs. certificazioni. Un'inutile convivenza?*

A ogni forma di documentazione si accompagna un distinto regime di circolazione. La differenza principale riguarda naturalmente la cartolarità o la non cartolarità dei diversi regimi: la documentazione classica innesca quello della circola-

P. Spolaore, *S.r.l. e offerta al "pubblico" di partecipazioni sociali*, Milano, Giuffrè, 2022, 55 ss. (nonché, dello stesso a., *Struttura finanziaria della S.r.l. e raccolta di capitali* online, in *Società*, 2024, 307 ss., e *La partecipazione in s.r.l. tra* crowdfunding *e dematerializzazione*, (nt. 1), 190 ss.).

[5] Ma in senso opposto, rispetto a quest'ultima ipotesi, F. Brizzi, *La dematerializzazione delle quote di S.r.l. PMI*, (nt. 1) 799, nt. 61, il cui argomento tuttavia (l'imporre il diritto europeo la "forma dematerializzata" per i valori negoziati in una *trading venue*) non pare decisivo, perché tale requisito – che rimanda alla registrazione in scritture contabili, non all'assoggettamento a un certo regime circolatorio – potrebbe reputarsi verosimilmente soddisfatto anche, ad esempio, nella forma della documentazione intermediata. Il tema è ad ogni modo di una qualche ampiezza e richiederebbe una riflessione non possibile in questa sede, per tacere del fatto che, allo stato, si tratta di una questione essenzialmente speculativa.

[6] V. però la tesi opposta, riportata *supra*, in nota.

zione ordinaria; la documentazione scritturale attiva viceversa, come si è detto, i principi di quello cartolare; nel mezzo sta la documentazione intermediata, che, sebbene tecnicamente gemella, come si è osservato, della seconda, si apparenta alla prima quanto alla (mancata) protezione dell'acquirente [7], per effetto del divieto di rappresentazione in azioni, al quale l'art. 100-*ter* t.u.f. non deroga, diversamente da quanto dispone il nuovo art. 26, comma 2-*ter*, per le quote scritturali.

L'insieme desta nuovamente qualche perplessità sotto il profilo funzionale, per ragioni non molto dissimili da quelle sopra esposte a proposito dei presupposti di accesso alle diverse formule documentali: se è l'apertura al mercato che richiama il bisogno di tutela degli acquisti, non è sul crinale tra documentazione scritturale e documentazione intermediata che dovrebbe giocarsi l'attivazione e la non attivazione della disciplina cartolare, dal momento che anche la seconda interessa quote collocate sui mercati (anzi, paradossalmente, mentre l'inerenza ai mercati è condizione per l'iscrivibilità nei registri *ex* art. 100-*ter*, non lo è per l'immissione nei sistemi di gestione accentrata).

Riallineare in via interpretativa la disciplina alle esigenze degli investitori, assumendo l'applicabilità degli artt. 83-*quinquies* e 83-*septies* (anche) alla circolazione intermediata, non appare possibile, proprio per la presenza dell'art. 2468 c.c. Non è dunque semplice dare un senso all'insieme; forse lo si potrebbe trovare isolando, nella vicenda circolatoria e nei relativi regimi, la funzione di contenimento dei costi collegati alla sua attuazione dalla funzione di protezione degli acquisti e dunque di contenimento dei rischi che vi sono sottesi; e considerando che il mercato tendenzialmente coinvolto nelle operazioni di *crowdfunding* è quello primario e che l'interesse dei sottoscrittori, cui la documentazione intermediata risponde, è quello ad avere l'opportunità di un successivo disinvestimento a costi più bassi rispetto a quelli implicati nelle forme della circolazione tradizionale, che potrebbero risultare sproporzionati in rapporto all'entità, potenzialmente modesta, dell'investimento iniziale e del valore della quota da trasferire; mentre la protezione degli acquisti diventa cruciale se la società vuole accedere ai mercati secondari, e a questo scopo è dato l'accesso alla documentazione scritturale.

Non è, a onor del vero, una lettura pienamente soddisfacente dell'insieme, se è vero quel che in generale si insegna a proposito della circolazione cartolare, cioè che la disponibilità di un mercato secondario efficiente incentiva (ed è strumentale a) l'approdo delle risorse finanziarie sul mercato primario, il quale dunque, in assenza della prima, ne resta almeno per certi versi depresso: sicché l'obiettivo è in ultima analisi il medesimo (la raccolta di capitali) e per il suo perseguimento il

[7] In senso (parzialmente ma significativamente) contrario, hanno tuttavia affermato l'applicabilità in via analogica del principio di tutela dell'acquirente *a non domino*, *ex* art. 83-*quinquies* t.u.f., F. Brizzi, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, Torino, Giappichelli, 2022, 160 ss.; P. Revigliono, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, in *RDS*, 2019, 628 ss.

regime *ex* art. 100-*ter* non fa che mettere in campo uno strumento più debole. Il quadro normativo non offre ad ogni buon conto, se non vedo male, alternative ricostruttive migliori.

Ai diversi regimi circolatori si abbinano poi diverse regole di legittimazione. Ancora una volta documentazione scritturale e intermediata si assomigliano per quel che riguarda il meccanismo delle certificazioni, sostitutivo della pubblicità che è propria della documentazione ordinaria, semplicemente perché, nelle prime due forme, il registro delle imprese o non accoglie alcun dato, o accoglie un dato generico (identificativo dell'intermediario come "socio [che socio a onor del vero non è, se si intende "titolare della partecipazione"] per conto di terzi"). Non si assomigliano invece per quel che riguarda il libro soci, reintrodotto dalla novella più recente proprio per le società che abbiano emesso una o più categorie di quote in forma scritturale (e allora destinato a registrare i dati dei soci anche in relazione alle quote non dematerializzate).

Dunque, le partecipazioni "da codice civile" sono iscritte nel registro delle imprese, l'informazione relativa alla titolarità è pubblica e l'iscrizione determina l'efficacia dell'acquisto nei confronti della società; le partecipazioni "da *crowdfunding*" sono (se il socio ha optato per la relativa forma documentale) iscritte in modo "anonimo" nel registro delle imprese e nominativamente nei registri dell'intermediario, l'informazione relativa alla titolarità è nascosta e l'efficacia nei confronti della società si produce, parrebbe, con l'esibizione della (prima) certificazione [8]; le partecipazioni dematerializzate, infine, non sono iscritte in alcun modo nel registro delle imprese (dal quale risulta esclusivamente la presenza di una emissione in forma scritturale), sono contabilizzate nei conti interni al sistema di gestione accentrata e altresì a libro soci, l'informazione relativa alla titolarità è accessibile su richiesta ai soci stessi (art. 26, comma 2-*quater*, d.l. n. 179/2012) e l'efficacia del trasferimento nei confronti della società si produce (art. 83-*quinquies* t.u.f.) con l'accredito sul conto dell'acquirente "secondo la disciplina propria [delle partecipazioni di s.r.l.]".

L'insieme così succintamente riepilogato suscita qualche incertezza per alcune opacità disciplinari, che si ripercuotono, ancora una volta, sulla sua complessiva razionalità.

Il nodo principale è rappresentato dalla rilevanza del libro soci. Si sa che, rispetto agli strumenti finanziari dematerializzati, in generale, il riferimento alla "disciplina propria di ciascuno di essi" (si tratta della formula, testé riprodotta,

[8] Questo meccanismo genera qualche problema sotto il profilo operativo, se vedo bene ad esempio con riferimento all'applicazione dell'art. 2472 c.c., per il caso in cui le quote non siano interamente liberate, specialmente in relazione alla determinazione del *dies a quo*, dal quale cioè si computa il triennio entro il quale permane la responsabilità dell'alienante, per la cui decorrenza quest'ultimo sarebbe rimesso alla temporalmente imprevedibile decisione dell'acquirente di richiedere la certificazione per l'esercizio di un diritto.

accolta nell'art. 83-*quinquies*) vale a richiamare il diverso regime di efficacia nei confronti dell'emittente, che è proprio dei titoli al portatore e nominativi; la sua applicazione alle quote di s.r.l., e per di più a quote per le quali è stato (re)introdotto il libro soci, suscita immediatamente l'interrogativo se esse vadano trattate, in punto di efficacia del trasferimento nei confronti della società, alla stregua di titoli nominativi o al portatore. Ragioni di coerenza interna alla stessa disciplina vigente per le società che abbiano emesso quote dematerializzate (e ne abbiano emesse altre non dematerializzate) militano decisamente contro l'erezione del libro soci a presupposto della legittimazione verso l'emittente (in estrema sintesi: se l'iscrizione in esso fosse condizione per l'acquisto di tale legittimazione, dovrebbe esserlo anche per le partecipazioni non dematerializzate della stessa società, perché una diversità di trattamento fra quote dello stesso emittente, sotto questo profilo, non sarebbe giustificabile, tanto più che ne risulterebbe appesantito il regime delle prime, che viceversa dovrebbe essere quello più agile; ma in questo modo si determinerebbe una altrettanto poco giustificabile disparità di trattamento fra le quote non dematerializzate di una società avvalsasi del regime scritturale e le quote non dematerializzate di una società che non se ne è avvalsa, le quali sono soggette all'ordinario regime codicistico).

Dunque, il libro soci assolve una diversa, meno impattante funzione, di carattere informativo: consentendo invero ai soci, i quali, come si è ricordato, possono accedere ai dati in esso contenuti, di essere ragguagliati sull'assetto proprietario dell'emittente (almeno nella misura in cui il libro riporti dati attuali), come accade per le partecipazioni rappresentate nel registro delle imprese secondo la formula documentale classica. Resta però allora, nella tutela di un simile interesse all'informazione, il singolare buco nero rappresentato dalle quote documentate nei registri degli intermediari *ex* art. 100-*ter*, per le quali ai soci, come si è accennato sopra, nulla è dato sapere circa la loro attuale titolarità, la quale non risulta dal registro delle imprese, né è evincibile attraverso una richiesta (invero non prevista) indirizzata agli intermediari stessi.

6. *Epilogo?*

Quel che traspare da questo puzzle di difficile ricomposizione è in definitiva il precipitato di un processo normativo pluriennale, forse non compiutamente meditato nelle sue tappe, certamente poco meditato nella portata del suo impatto sistematico. L'ibridazione dei tipi (che a onor del vero viaggia negli ultimi tempi essenzialmente in una sola direzione, dalla s.r.l. verso la s.p.a.) si consuma non soltanto senza troppi riguardi nei confronti dell'architettura generale tradizionale del diritto societario (che non è un dogma e nei confronti della quale non appare di per sé corretto assumere posizioni conservatrici preconcette), ma soprattutto, come spesso accade oramai (basta pensare alla storia normativa delle società tra pro-

fessionisti o a quella delle società a capitale quasi nullo), per approssimazioni successive e … approssimative, senza che una diversa architettura, autocoerente sotto il profilo sistematico, applicativo e funzionale, subentri in sostituzione della prima.

Se questa farraginosità dell'insieme sia definitiva o no è difficile dire; è possibile che il processo normativo che ha interessato le quote di s.r.l. non sia concluso e che il suo futuro epilogo semplifichi e ricalibri il quadro disciplinare; oppure che sopravvengano ulteriori opacità; o, infine, che quello attuale perduri, portandosi dietro, oltre alle numerose perplessità che esso suscita sotto il profilo dell'opportunità e dell'efficacia, molte criticità interpretative, che rendono la società a responsabilità limitata vieppiù fragile dal punto di vista della certezza della sua regolazione.

Dematerializzazione e digitalizzazione di strumenti finanziari. Le quote di s.r.l.

Dematerialization and digitization of financial instruments. The case for LLC interests

Raffaele Lener*

ABSTRACT

Muovendo dall'art. 3 della l. n. 21/2024, che introduce nel sistema della dematerializzazione anche le quote di s.r.l., a condizione che abbiano i requisiti per essere qualificate "start-up innovative" (di cui all'art. 25, comma 2, d.l. n. 179/2012) o PMI e consente alle s.r.l. *piccole o innovative* di emettere quote speciali, ossia quote "*fornite di diritti diversi*" il cui contenuto è "*liberamente*" determinato dallo statuto, l'autore si interroga innanzi tutto sulle tutele previste dall'ordinamento per i soci *speciali* di s.r.l. e, in particolare, sulla possibilità di estendere in via analogica le tutele previste dall'ordinamento per le azioni speciali di s.p.a. quando l'assemblea generale deliberi modifiche ai diritti di categoria.
La nuova disciplina pone poi l'esigenza di un confronto con l'art. 2468 c.c., che impedisce la rappresentazione delle quote tramite azioni e la loro offerta al pubblico, ponendo un limite invalicabile all'autonomia statutaria, che non sembra possa ritenersi implicitamente abrogato ad opera delle recenti leggi di riforma delle s.r.l. Invero, la non apertura al mercato, in termini generali, della s.r.l. trova una giustificazione nella sua duttilità organizzativa, e specificamente nella mancanza di presidi e controlli forti a tutela dei soci di minoranza. Nella prospettiva di una s.r.l. che si apre al mercato, avrebbe senso ragionare di strumenti di tutela del risparmio diffuso, oltre che, com'è stato fatto sinora, di strumenti utili a incrementare la raccolta di capitali.

The author starts from the analysis of Article 3 of Law No. 21/2024, which introduces into the dematerialisation system also LLC (Italian s.r.l.) interests, provided that the company meets the requirements to be qualified as an 'innovative start-up' (as set forth in Article 25, paragraph 2, Law Decree No. 179/2012) or SME. The same provision allows small or innovative limited liability companies to issue special shares, i.e. shares 'provided with different rights' whose content is 'freely' determined by the bylaws. The author first questions the possibility of extending by analogy to the shareholders of limited liability companies

* Professore ordinario di diritto dei mercati finanziari, Dipartimento di Giurisprudenza, Università degli studi di Roma Tor Vergata; email: raffaele.lener@leplex.it.

the protections provided for the holders of special shares of s.p.a. when the general meeting adopts resolutions entailing alterations to class rights.
The new rules also raise the need to deal with Article 2468 of the Italian Civil Code, which prohibits s.r.l. from issuing shares and offering them to the public. This is an insurmountable limit to the contractual freedom of the LLC's members, which does not seem to have been implicitly abrogated by the recent legislation on the s.r.l. Indeed, the s.r.l.'s non-openness to the market seems to be justified by its organisational flexibility, and specifically by the lack of strong safeguards and controls to protect minority shareholders. In the perspective of a s.r.l. opening itself to the market, it would make sense to think of instruments to protect widespread savings, rather than of instruments to increase the raising of capital, as has been done up to now.

SOMMARIO:

1. La dematerializzazione delle quote. – 2. Limiti alla circolazione (che restano). – 3. Tutela delle minoranze. – 4. Meccanismi alternativi di circolazione. – 5. Tra valori mobiliari e *token*. – 6. Il problema "dimensionale".

1. *La dematerializzazione delle quote.*

La l. n. 21/2024 (c.d. Legge capitali), come noto, reca un art. 3, rubricato «dematerializzazione delle quote di piccole e medie imprese», che apre per la prima volta alla possibilità per le quote di s.r.l., che si qualifichino come *start-up* innovative o PMI, di accedere al sistema della gestione accentrata ai sensi degli artt. 83-*bis* ss. t.u.f. [1].

La norma introduce nell'art. 26 del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, il secondo comma-*bis*, ai sensi del quale «le quote appartenenti alle categorie del comma 2 [ossia le cc.dd. "categorie" di quote di partecipazione, ordinarie e speciali], aventi eguale valore e conferenti eguali diritti, delle società di cui al medesimo comma, possono esistere in forma scritturale ai sensi di quanto previsto dall'articolo 83-bis del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58».

Si dice poi (secondo comma-*ter*, nuovo stile) che «alle quote emesse in forma scritturale ai sensi del comma 2-*bis* si applica la disciplina di cui alla Sezione I, del Capo IV, del Titolo II-*bis*, della Parte III del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58».

Si prevede anche che il regime di dematerializzazione "impropria" delle quote di s.r.l. che hanno promosso raccolte di *crowdfunding*, di cui all'art. 100-*ter* t.u.f., sia da considerarsi regime alternativo *anche* alla dematerializzazione "propria"

[1] Per un commento davvero *a caldo* rinvio al mio breve scritto, *Cosa sta succedendo alle quote di s.r.l.?* in *Quaderni Assosim*, anno I, numero 0/2023, 13.

ora introdotta dal secondo comma-*bis* dell'art. 26 del d.l. n. 179/2012 [2].

In sostanza, l'art. 3 della legge *introduce* nel sistema della dematerializzazione anche le quote di s.r.l., purché siano "start-up innovative" (di cui all'art. 25, secondo comma, d.l. n. 179/2012) o PMI.

Viene così consentito alle s.r.l. *piccole o innovative* di emettere quote speciali, ossia quote «fornite di diritti diversi» il cui contenuto è «liberamente» determinato dallo statuto (secondo comma); statuto che, a tale scopo, può «creare categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono […] diritti di voto in misura non proporzionale […] ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative».

Con l'art. 3 della l. n. 21/2024, come detto, è stata espressamente "sdoganata" la quota *standardizzata*, della cui legittimità si dubitava prima di questa norma [3].

Occorre, perciò, interrogarsi sulle tutele previste dall'ordinamento per i soci *speciali* di s.r.l. e, in particolare, sulla possibilità di estendere in via analogica le tutele previste dall'ordinamento per le azioni speciali quando l'assemblea generale voglia apportare modifiche ai diritti di categoria.

I commentatori sono divisi tra chi ritiene si debba istituire un'assemblea speciale dei detentori di quote speciali, applicando analogicamente l'art. 2376 c.c. alle s.r.l. [4], e chi, invece, ritiene che ciò non sia possibile.

Secondo questo orientamento, gli statuti delle s.r.l. emittenti quote speciali dovrebbero prevedere che le modifiche ai diritti dei soci di *categoria* siano deliberate dalla sola assemblea *generale* (necessaria *ex* art. 2479, quarto comma, c.c.) con il voto favorevole – nella medesima assemblea – di una maggioranza qualificata delle quote appartenenti alla categoria interessata [5].

---

[2] Cfr. Assonime, *Legge 5 marzo 2024, n. 21: interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali*, Circolare n. 6 del 13 marzo 2024, in *Riv. not.*, 2024, 560.

[3] Cfr. M. Cian, *op. cit.*, *Le quote dematerializzate di s.r.l.*, in *Riv. dir. civ.*, 2024, I, 291.

[4] Cfr. A. Busani, *Massime notarili e orientamenti professionali. Categorie di quote nella S.r.l.-PMI*, in *Società*, 2019, 493 ss.; 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 *Il Diritto dell'Informazione e dell'Informatica*, 2023, 645 ss.; S. Guizzardi, *La s.r.l. che si apre al mercato*, in *Eur. dir. priv.*, 2024, 147 ss.

[5] Cfr. A. Di Ciommo, *Tra tokenizzazione e dematerializzazione della quota di partecipazione: l'apertura del capitale e la possibile crisi della s.r.l.*, in *Riv. dir. banc.*, 2024, II, nt. 11, 210-212, secondo cui nelle s.r.l., sebbene il metodo assembleare sia in ogni caso obbligatorio per le delibere aventi a oggetto modifiche allo statuto, la legge non riserverebbe ai soci di categoria un *organo* collegiale specifico, in quanto le quote speciali di cui all'art. 26 del d.l. n. 179/2012 sono tendenzialmente ammesse alle *assemblee generali*.

Questo secondo orientamento appare, in effetti, più coerente con l'ordinamento delle s.r.l. e, dunque, più convincente [6].

2. *Limiti alla circolazione (che restano).*

Il legislatore "dei capitali" ha cercato di rispondere a una crescente attenzione verso le quote di s.r.l., recata sia da interventi legislativi, sia da suggestioni della dottrina, con l'obiettivo di semplificare la negoziazione di queste quote sul mercato dei capitali.

Da tempo la s.r.l. non è più considerata una "sorella minore" della s.p.a., dimostrandosi un modello versatile e adatto per le imprese di medie dimensioni, particolarmente per le PMI.

Tuttavia, permangono significative limitazioni alla circolazione delle quote. Queste restrizioni derivano, come noto, dall'art. 2468 c.c., che impedisce la rappresentazione delle quote tramite azioni e la loro offerta al pubblico. Di conseguenza, non è possibile svilupparne un vero e proprio mercato, anche a ritenere che siffatto divieto – mai sinora, in principio almeno, toccato dagli interventi riformatori – non impedisca di pervenire alla "standardizzazione" delle quote [7], optando per un regime di uguaglianza delle partecipazioni grazie all'autonomia statutaria.

Si potrebbe immaginare una s.r.l. maggiormente orientata a un modello di tipo capitalistico, riducendo la distanza tra quote e azioni. Tuttavia, senza modificare la norma che vieta la rappresentazione delle quote tramite azioni e la loro offerta al pubblico, questo rimane un limite invalicabile [8]. Nonostante l'introduzione del

---

[6] Tuttavia, anche una siffatta soluzione non è detto che trovi sempre applicazione nei confronti delle quote standardizzate introdotte dall'art. 3 della l. n. 21/2024.

È, infatti, dubbio che le quote soltanto standardizzate possano davvero dirsi sempre speciali. Ciò, in particolare, riguarda il caso di quelle quote che per statuto si differenziano dalle quote ordinarie solo in punto di standardizzazione e non anche in punto di esercizio o di titolarità dei diritti sociali.

Le quote standardizzate, in effetti, non possono dirsi "speciali" solo perché vi sono diversità nelle regole dello strumento che riguardino esclusivamente il metodo di rappresentazione.

Potrebbe dunque pensarsi, anche se il tema merita di essere approfondito ulteriormente, che le quote standardizzate, senza peculiarità nell'esercizio dei diritti sociali, siano chiamate a esprimere un "voto di categoria" solo quando le modifiche statutarie riguardino le "regole di standardizzazione" e non negli altri casi.

Cfr. A. Di Ciommo, (nt. 5), nt. 11, 211. Cfr. anche il mio Voice *dei soci, soci senza* voice *e concezione contrattuale della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 480 ss.

[7] Cfr. P. Spada, *L'emissione di titoli di debito nella "nuova" società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, 799 ss.

[8] In altri ordinamenti vi sono limitazioni simili. Ad es. in Francia l'*emissione da parte di sociétés à responsibilité limitée (SARL)* di valori mobiliari diversi dalle obbligazioni è vietata ai sensi

crowdfunding e l'accesso delle s.r.l. alla dematerializzazione delle quote, l'art. 2468 è dunque ostacolo insormontabile. Non sembra, in effetti, che vi siano elementi sufficienti nelle leggi di riforma per proporre una sorta di abrogazione implicita della norma, estendendo per via interpretativa la disciplina sul *crowdfunding* [9] e consentendo a tutte le s.r.l. l'intestazione intermediata [10].

A questo punto, viene naturale chiedersi se il divieto di offerta al pubblico delle quote non debba essere rivisto e, forse, superato. E così anche il divieto di *incorporazione*.

Non ha più senso, ammesso che al tempo lo avesse, la valutazione, formulata a caldo dai primi commentatori del nuovo codice, che non fosse necessaria «la rapida forma di trasferimento col semplice possesso dei titoli al portatore, poiché (anche quando non v'è l'eccezionale nominatività obbligatoria) non hanno ragione di esistere azioni al portatore nelle imprese di piccola e media dimensione, ove, non occorrendo grandi masse di capitali, non occorre la celere *circolabilità* delle azioni richiesta nelle anonime» [11].

La circolazione scritturale, ora consentita alle s.r.l. piccole, medie o innovative, è ben più celere di quella dei titoli al portatore.

Il divieto di offerta al pubblico non è stato pensato per ragioni dimensionali, ma in considerazione di una sorta di "personalizzazione" del rapporto fra i soci e con il mercato che caratterizzerebbe le s.r.l.

In questo senso si esprimeva, chiaramente, lo stesso legislatore dell'epoca, dicendo che «la nuova forma sociale, mentre è particolarmente destinata a sostituire le piccole anonime, non è però necessariamente vincolata ad operare solo in tale campo, non essendo stato fissato alcun limite massimo di capitale. Essa potrà, cioè, anche prestarsi per imprese di dimensioni maggiori tutte le volte che si voglia contenere la responsabilità dei soci nei limiti dei conferimenti e nello stesso tempo assicurare con legami più stretti l'attività dei soci alla società, consentendo

---

di legge, a pena di nullità (art. L. 223-11, al. 1, *code comm.*). Ancora una volta, l'impedimento nasce dal divieto di incorporazione delle *parts sociales* (uguali) in titoli negoziabili (art. L. 223-12 *code comm.*).

Per le *sociétés par actions simplifiée (SAS)*, tipo societario particolarmente diffuso e con tratti strutturali tipici di una società chiusa, l'art. L. 227-2 *code comm.* prevede il divieto di offerta di azioni al pubblico e non ne consente l'ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato; la sola eccezione riguarda l'ipotesi di offerta tramite *crowdfunding*, e ciò in forza dell'espresso esonero di cui gode tale forma di finanziamento collettivo (*financement participatif*) dalla disciplina delle offerte al pubblico *ex* art. L. 411-2, 2°, *code monétaire et financier* [sul punto cfr. P. Angstner, *Le s.r.l. aperte: uno sguardo comparatistico*, in questa *Rivista*, 2024, 198].

[9] Cfr. E. Fregonara, *Il crowdfunding dell'impresa innovativa sostenibile (PMI e SRL): tipologie e novità*, in *Banca, impr. e soc.*, 2024, 221.

[10] Cfr. le riflessioni di P. Spolaore, *La partecipazione in s.r.l. tra crowdfunding e dematerializzazione*, in questa *Rivista*, 2024, 175.

[11] Così L. Lordi, *Istituzioni di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 1943, 415 ss.

di riguardare le loro persone non più in funzione del loro apporto di capitali, ma altresì in funzione della fiducia che ispirano i loro nomi e la loro attività, così nei rapporti interni come di fronte a terzi» [12].

Ma poi il codice, come sappiamo, non ha accolto i progetti, a lungo coltivati (e forse non privi di senso), volti a fare della s.r.l. una sorta di forma associativa intermedia fra società di capitali e società di persone [13].

In realtà, la s.r.l. ha *naturalmente* una base associativa più ristretta della s.p.a., ma potrebbe non averla. E comunque non è questa la ragione della norma. È allora la sua duttilità organizzativa, in ultima analisi la mancanza di presidi e controlli forti (e costosi) a tutela dei soci di minoranza, a giustificare la sua *non apertura* al mercato. Non si è voluto che un piccolo investitore potesse trovarsi a detenere quote di una società la cui struttura non è in grado di offrire adeguate garanzie.

Ma allora il legislatore doveva porsi il problema di come tutelare il piccolo investitore – agendo sia sulle norme di diritto societario, sia su quelle del mercato finanziario – invece di pensare (soltanto) a come incentivare la raccolta di capitale di rischio delle PMI e start-up.

Già in passato si era sottolineato che, quando la s.r.l. ha base sociale aperta, «a contenere fin dove possibile il pericolo di amministrazioni poco caute sotto l'usbergo della responsabilità limitata, il codice opportunamente provvede sia estendendo alla società a responsabilità limitata le norme rigorose già dettate per la società per azioni riguardo alla valutazione degli apporti, sia prevenendo il credito con forme di pubblicità che gli siano di sicuro avvertimento nei suoi investimenti, sia rafforzando la responsabilità degli organi sociali con sanzioni civili, cui serviranno di rincalzo quelle di carattere penale» [14].

3. *Tutela delle minoranze.*

Di fronte a una s.r.l. che si apre al mercato avrebbe, dunque, senso ragionare di strumenti di tutela del risparmio diffuso. Ad esempio, ripristinando un organo di controllo interno, anche costruito diversamente dal tradizionale collegio sindacale.

Qualche tentativo è stato, per vero, fatto nel dibattito parlamentare, ma senza esito.

---

[12] *Relazione ministeriale*, n. 196.

[13] Cfr. M. Stella Richter jr, *Antecedenti e vicende della società a responsabilità limitata*, in *S.r.l. Commentario*, dedicato a G.B. Portale, a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Milano, Giuffrè, 2011, 5 ss.

[14] *Relazione ministeriale*, (nt. 12), n. 196.

Si era proposto, in via di emendamento, sempre lo stesso articolo, nel quale si leggeva che "nelle PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata, al verificarsi delle condizioni di cui all'art. 2477, secondo comma, c.c., è obbligatoria la nomina di un organo di controllo anche monocratico. L'obbligo cessa quando, per tre esercizi consecutivi, non è superato alcuno dei limiti previsti all'art. 2477, secondo comma, lett. *c*), c.c. Nel caso di nomina di un organo di controllo, anche monocratico, si applicano le disposizioni sul collegio sindacale previste per le società per azioni; se l'atto costitutivo non dispone diversamente, il controllo contabile è esercitato dal collegio sindacale. L'assemblea che approva il bilancio in cui vengono superati i limiti indicati al secondo comma dell'art. 2477 c.c., deve provvedere, entro trenta giorni, alla nomina dell'organo di controllo. Se l'assemblea non provvede, alla nomina provvede il tribunale su richiesta di qualsiasi soggetto interessato o su segnalazione del conservatore del registro delle imprese. Si applicano le disposizioni dell'art. 2409 c.c. anche se la società è priva di organo di controllo". In tali termini, la norma proposta dai parlamentari dell'opposizione finiva per non avere granché senso, in quanto ribadiva in realtà l'obbligo di istituzione degli organi di controllo al superamento dei limiti dimensionali di cui all'art. 2477 c.c. (che, però, si applica comunque alle s.r.l. *start-up* o PMI).

A questo punto, con minoranze destinate ad essere sempre più rilevanti nelle s.r.l. emittenti quote dematerializzate, il vero presidio per i "piccoli quotisti" saranno le norme tecniche del depositario centrale e, in futuro, le norme delle sedi in cui saranno eventualmente negoziate le quote. Forse, per questa via, si potrebbe anche arrivare ad imporre l'istituzione di un organo di controllo come criterio di ammissione al sistema, rendendo con ciò superflua la previsione di un obbligo di fonte legale.

4. *Meccanismi alternativi di circolazione.*

Il divieto di offerta al pubblico rende impossibile costruire meccanismi generali di circolazione delle quote analoghi a quelli delle azioni delle s.p.a. [15]. Le quote di s.r.l., infatti, non potrebbero essere rappresentate da *strumenti* aventi funzione di «titoli rappresentativi, atti a circolare al pari delle azioni» [16]. Si potrebbe provare soltanto a creare "artificialmente" sistemi che velocizzino i procedimenti di circolazione delle quote, ben sapendo, però, che gli strumenti che potrebbero essere

[15] Cfr. A. Dentamaro, *Azioni, quote di S.R.L. PMI e loro negoziabilità nel mercato e nelle sedi di negoziazione*, in *Giust. civ.*, 2022, 823.

[16] Cfr. N. De Luca, *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di s.r.l.? Prime considerazioni (art. 100 ter, 2° co. bis e 2° co. quinquies, t.u.f. introdotti dall'art. 4, 10° co., d. l. 24 gennaio 2015 n. 3, conv. dalla l. 24 marzo 2015 n. 33)*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, 1 ss.

scambiati sarebbero solo strumenti di «comunicazione» dell'intenzione di trasferire la propria partecipazione sociale e non potrebbero essere considerati equivalenti a quote della società [17].

Altra possibilità, meno "artificiale", potrebbe consistere nell'utilizzazione del metodo alternativo di rappresentazione di partecipazioni di s.r.l. previsto dall'art. 100-*ter* t.u.f., cui si è cennato. Siffatto metodo alternativo si basa sul meccanismo dell'intestazione fiduciaria delle quote in capo a un intermediario autorizzato, il che ne permette il trasferimento «mediante semplice annotazione del trasferimento nei registri tenuti dall'intermediario» [18].

Per snellire ulteriormente il processo, servendosi di metodologie *fintech*, l'intermediario potrebbe impiegare uno *smart contract* per la tenuta dei propri registri, sì che il trasferimento delle quote gli possa essere reso noto mediante trasferimento dei *token* corrispondenti.

Infatti, uno *smart contract* può svolgere le funzioni di un vero e proprio registro grazie alle modalità con le quali le informazioni sono registrate su una *blockchain*. L'impiego di appositi siti web permetterebbe, ad esempio, per ogni tipologia di *token* di ottenere l'elenco dei *token holder* attuali nonché di quelli passati, permettendo di ricostruire tutte le transazioni effettuate.

La società potrebbe prevedere nel proprio statuto il sistema alternativo dell'art. 100-*ter* t.u.f. come metodo di circolazione esclusiva delle quote, garantendo comunque il diritto di recesso ai soci che volessero richiedere l'intestazione diretta delle proprie quote – nell'esercizio della facoltà prevista dall'art. 100-*ter*, secondo comma-*bis*, lett. *b*), n. 4, t.u.f. – o che volessero trasferire la partecipazione impiegando metodi "tradizionali".

Una simile previsione dovrebbe ritenersi espressione dei principi di autonomia statutaria.

Si tratterebbe, invero, di una previsione assimilabile a una clausola limitativa del trasferimento della partecipazione che, ai sensi dell'art. 2469 c.c., può essere inserita in statuto a condizione di consentire, appunto, il diritto di recesso. A maggior tutela della società, a ben vedere, ai sensi dell'art. 2469, secondo comma, c.c., lo statuto potrebbe addirittura prevedere che il diritto di recesso non possa essere esercitato se non trascorso un certo tempo (es. due anni) dalla sottoscrizione della quota.

Però, per poter adottare il sistema alternativo dell'art. 100-*ter* t.u.f. è necessaria la preventiva promozione di una raccolta di capitali in forma di *equity crowdfunding*. Ciò potrebbe anche non essere di ostacolo, ove si pensasse di ri-

[17] Cfr. R. Lener, S. Furnari, *Company law during the blockchain revolution. The rise of "CorpTech"*, in *Open Review of Man., Banking and Fin.*, 2020, 37.

[18] Cfr. C. Alessio, *Intestazione intermediata delle quote di s.r.l., pmi e schema fiduciario*, in *Giur. comm.*, 2024, I, 207.

correre a forme di raccolta di capitali tra il pubblico come la c.d. *initial coin offering*, certamente compatibile con lo strumento dell'*equity crowdfunding* [19].

Qualora, invece, non si volesse ricorrere all'*equity crowdfunding*, si potrebbe replicare il meccanismo dell'intestazione fiduciaria delle quote senza ricorrere al metodo previsto specificamente dall'art. 100-*ter* t.u.f.

Si potrebbe, in effetti, prevedere – come peraltro avveniva nel sistema Monte Titoli prima della legge del 1986 – che una società fiduciaria, autorizzata nelle forme di legge, si intesti tutte le quote della società, ricevendo mandato da ogni partecipante al capitale di trasferire le quote ed esercitare i diritti amministrativi e patrimoniali in base alle istruzioni ricevute tramite un sistema di *token* e *smart contract*.

5. *Tra valori mobiliari e* token.

L'accesso al sistema della dematerializzazione rende la quota di s.r.l. (o almeno la quota appartenente alla categoria dematerializzat*a*) astrattamente «negoziabile nei mercati di capitali» [20].

La "*negoziabilità*" (intesa sia in termini di negoziabilità in concreto, sia in termini di assenza di vincoli legali o convenzionali alla circolazione) è certamente un carattere essenziale della categoria dei valori mobiliari. Categoria, come ben noto, aperta, tanto nella formulazione dell'art. 1, primo comma-*bis*, t.u.f., quanto nella formulazione dell'art. 4, par. 1, n. 44, "MiFID II".

Certo, con riferimento alle azioni, la definizione di valore mobiliare menziona espressamente i «titoli» che siano «equivalenti alle azioni», con la potenziale esclusione di partecipazioni non incorporabili in un titolo (di credito) [21]. Ma sarebbe lettura eccessivamente formalistica e destinata nel breve a essere superata. Che senso avrebbe oramai tenere fuori altri strumenti rappresentativi di partecipazioni al capitale di rischio che possono accedere al regime di dematerializzazione presso un depositario centrale?

In tal senso si è chiaramente orientato anche il dibattito parlamentare relativo alla conversione in legge del d.l. 17 marzo 2023, n. 25 [convertito in l. 10 maggio 2023, n. 52], in materia di emissione e circolazione di «determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione *FinTech*»;

---

[19] Cfr. S. Furnari, *ICO in Italia: applicabilità della disciplina sull'equity crowdfunding e suoi potenziali* benefici, in R. Lener, *Fintech: diritto, tecnologia e finanza*, Roma, Minerva Bancaria, 2018, 155.

[20] Cfr. A. Di Ciommo, (nt. 5), 205 ss.

[21] Cfr. N. De Luca, *Partecipazione azionaria e forme di circolazione*, in *Trattato delle società*, diretto da V. Donativi, III, Torino, Utet, 2022, 11.

provvedimento che ha adeguato l'ordinamento italiano al Regolamento "*DLT pilot regime*" [22].

Il Regolamento "*pilot regime*" e il d.l. n. 25/2023 hanno ampliato la nozione di "strumento finanziario", disegnata rispettivamente dalla MiFID II e dal t.u.f., equiparando agli strumenti finanziari "tradizionali" anche gli strumenti che sono «emessi mediante tecnologia a registro distribuito».

Il d.l. n. 25 intende infatti consentire agli emittenti di azioni, obbligazioni e titoli di debito (in principio, però, escludendo le partecipazioni di s.r.l.) di scegliere come modalità di emissione e circolazione di siffatti strumenti finanziari la rappresentazione su un registro per la circolazione digitale, basato su tecnologie a registro distribuito (conformemente al regolamento comunitario n. 858/2022). Alla possibilità, già riconosciuta, di escludere l'emissione cartacea dei titoli azionari, organizzando il libro dei soci come un registro distribuito curato dall'emittente, viene aggiunto un regime di circolazione dei titoli analogo a quello previsto per le azioni dematerializzate, sia quanto alla legittimazione del soggetto in favore del quale è effettuata la registrazione, protetto anche da azioni rivendicatorie di precedenti titolari (art. 5), sia quanto alle eccezioni opponibili dall'emittente (art. 6).

Questo nuovo sistema sembra presentare, peraltro, ancora qualche ambiguità e qualche punto oscuro.

Da un lato, non sembrerebbe applicabile alle società quotate, non essendo derogabile il regime della dematerializzazione obbligatoria. Dall'altro, appare indefinita la figura del "responsabile del registro" (cfr. artt. 13, 23, 24), che si muove, per certi versi, in "controtendenza" all'interno di sistemi DLT che si mostrano insofferenti verso la presenza di intermediari con funzioni, per così dire, di validazione. Si tratterebbe, nel caso, di un "registratore" i cui poteri di controllo sulla rete sono incerti, anche se la rete è *privata*, non pubblica, e forse potrebbe addirittura assumere questo ruolo lo stesso emittente.

Il decreto ha poi attribuito alla Consob il potere di «includere nell'ambito degli strumenti che gli emittenti possono assoggettare alla disciplina del presente decreto 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».

Ove la Consob decidesse di estendere l'ambito di operatività del d.l. n. 25/2023 (e della definizione di «strumenti finanziari digitali» in esso contenuta) alle quote di s.r.l. iscritte in un «registro per la circolazione digitale» e ammesse alle negoziazioni su un MTF DLT (ossia la sede appositamente introdotta dal d.l.

---

[22] Cfr. 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, 92; M. Cian, *La dematerializzazione delle partecipazioni di società a responsabilità limitata (art. 3, L. 21/2024)*, in *Studio* n. 42-2024/I, Consiglio Nazionale del Notariato, 27 marzo 2024.

n. 25/2023 per la negoziazione di «strumenti finanziari digitali»), queste dovrebbero qualificarsi come «strumenti finanziari digitali».

Ciò, peraltro, con l'ulteriore conseguenza che, derogando, *inter alia*, ai divieti di cui all'art. 2468, le quote di s.r.l. incluse in un «registro per la circolazione digitale» e negoziate in un MTF DLT sarebbero sì «strumenti finanziari digitali», ma diverrebbero formalmente e sostanzialmente anche *negoziabili* proprio in virtù della deroga. In tal modo, le quote di s.r.l. aventi forma di «strumenti finanziari digitali» a maggior ragione potrebbero rientrare nella categoria dei valori mobiliari [23].

6. *Il problema "dimensionale".*

Non appassiona particolarmente la domanda, che taluno si è posto, se i recenti interventi abbiano di fatto creato due *sub-tipi* di s.r.l., ciascuno con un proprio statuto normativo. Accantonerei la riflessione sui "tipi", che non sembra decisiva e forse neanche molto utile. Né mi starei a domandare se il regime di dematerializzazione sia compatibile, e altrettanto trasparente, del regime di *tokenizzazione* (anche perché la "trasparenza" nell'ipotesi di dematerializzazione sembra garantita dalla catena degli intermediari partecipanti al sistema).

Il punto è piuttosto un altro.

Cosa succede alle s.r.l. piccole (e medie) che, proprio a seguito del successo della raccolta di capitale di rischio, favorita dalla gestione accentrata delle quote dematerializzate, cessano di essere *piccole* e diventano *grandi*?

Si potrebbe in effetti pensare che la s.r.l. PMI emittente quote dematerializzate non possa beneficiare delle norme del Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob sul *post trading*, che consentono la permanenza nel sistema di gestione accentrata anche qualora dovessero venire meno le condizioni che consentivano all'emittente l'accesso al sistema, passando, in qualche misura, da un regime di accesso obbligatorio a un regime di accesso volontario [24].

Ciò perché le s.r.l. PMI, superati i limiti dimensionali e divenute "grandi", non potrebbero in principio accedere alla dematerializzazione facoltativa. Siffatta lettura per quanto formalmente corretta, non tiene adeguatamente conto del fatto che, in questo caso, si arriverebbe al paradossale risultato di fare uscire le quote dal sistema in modo forzato, "chiudendo" così il capitale della società proprio dopo che la società è cresciuta … grazie al mercato medesimo.

---

[23] Cfr. le considerazioni di M. CIAN, (nt. 3), 291 ss.

[24] Cfr. S. CORSO, A. LAUDONIO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra crowdfunding e sperimentazione di nuovi ambienti digitali*, in questa *Rivista*, 2024, 119.

Non solo. Ma, se è vero che le *s.r.l.-non più PMI* non possono accedere alla dematerializzazione, è anche vero che esse non potrebbero nemmeno emettere (e forse lasciare che circolino) quote speciali o standardizzate dopo il superamento dei limiti dimensionali, proprio in quanto strumenti *riservati* alle PMI.

Tuttavia, non sembra accettabile che la società che superi i limiti per essere PMI debba necessariamente procedere al ritiro e all'annullamento delle quote speciali. Si avrebbe una ingiustificabile lesione dei diritti dei soci-investitori, che le abbiano sottoscritte o acquistate prima del superamento dei limiti e confidando nel mantenimento del regime "di mercato" [25].

Forse deve pensarsi – e comunque non senza perplessità in termini di ragionevolezza – che le *s.r.l.-non più PMI* ammesse alla dematerializzazione facoltativa e successivamente trasferite nel regime della dematerializzazione obbligatoria, in quanto ammesse a una sede di negoziazione, non possano più emettere quote standardizzate una volta superati i noti limiti dimensionali, con la paradossale conseguenza che di fatto la *s.r.l.-non più PMI* dovrebbe poi rivolgersi al di fuori del mercato per reperire nuovi capitali e soci sottoscrittori di sole quote ordinarie.

L'accesso al regime di dematerializzazione comporta, in ogni caso, per l'emittente un considerevole aumento degli oneri di trasparenza informativa e un conseguente inasprimento dei requisiti (e dei fabbisogni) organizzativi.

Dunque, le piccole *start-up* innovative o le PMI dovrebbero affrontare uno sforzo organizzativo probabilmente sproporzionato rispetto alle loro capacità effettive. E comunque non si giustifica la preclusione per le s.r.l. più grandi ad aprirsi al mercato e reperire capitale di rischio.

In definitiva, neppure si comprende bene la scelta di consentire alle s.r.l. che accedono al sistema di dematerializzazione di mantenere un regime di "doppio binario circolatorio", analogo a quello già disciplinato dall'art. 100-*ter*, secondo comma, t.u.f., in virtù del quale le quote «non emesse in forma scritturale» continuano a esistere e a circolare secondo il regime cui erano originariamente soggette.

La norma fa – per vero ambiguamente – riferimento alle quote appartenenti ad *altre categorie*, ma non chiarisce esplicitamente; (i) se l'accesso alla dematerializzazione "propria" consenta il mantenimento di un diverso "regime circolatorio" soltanto per le quote appartenenti a categorie che non sono state ammesse al sistema; o (ii) se, come già accade con la dematerializzazione "impropria" *ex* art.

[25] Se si considera che l'accesso alla dematerializzazione, inizialmente *in regime facoltativo*, consente la negoziazione in una *sede* a ciò deputata (quali sono gli MTF riconosciuti come mercati di crescita per le PMI), allora l'ammissione alla negoziazione comporterebbe l'applicazione dell'obbligo di dematerializzazione ai sensi dell'art. 83-*bis*, primo comma, t.u.f. Con la conseguenza che la s.r.l. ammessa alle negoziazioni non potrebbe più uscire dal sistema (salvo che non si ritenga che il gestore della sede di negoziazione debba escludere dal proprio mercato la *s.r.l.-non più PMI*, a causa della perdita dei requisiti dimensionali, cui conseguirebbe il ri-assoggettamento al divieto *ex* art. 2468, primo comma, c.c.).

100-*ter* t.u.f., le quote emesse prima dell'ammissione al sistema restano sottratte al regime di circolazione scritturale e sono, dunque, soggette al regime ordinario (potendo, perciò, essere unicamente cedute mediante scrittura privata autenticata, successivamente registrata nel Registro delle Imprese).

Questo "doppio binario circolatorio", analogo a quello previsto dall'art. 100-*ter* t.u.f., riduce la portata innovativa della norma e grava il "piccolo" emittente di oneri pesanti.

Rischiamo un nuovo insuccesso, esattamente come accaduto con il regime introdotto dall'art. 100-*ter*.

Potenzialità e rischi della DLT nel Regime pilota e nel Decreto in materia di strumenti finanziari in forma digitale

DLT's potential and risks in the EU Pilot Regime and the Italian norms for digital financial instruments

Nicoletta Ciocca*

ABSTRACT

Infrastrutture di mercato DLT e strumenti finanziari in forma digitale offrono, grazie alla tecnologia a registro distribuito, opportunità che il legislatore dell'Unione europea e quello nazionale intendono cogliere con talune cautele a fronte di possibili rischi. Nella prospettiva del Regime pilota di cui al Reg. (UE) 2022/858 e del d.l. n. 25/2023, sono esaminati: il ruolo del gestore dell'infrastruttura di mercato e del responsabile del registro nell'organizzazione dell'uso della tecnologia a registro distribuito, con cenni alla relativa responsabilità, e il contributo che la DLT può fornire per la circolazione degli strumenti finanziari, l'accesso alle infrastrutture di mercato e il regolamento delle operazioni.

DLT market infrastructures and DLT based financial instruments offer, by means of the distributed ledger technology, opportunities that the EU and national legislators seize with certain precautions. Considering the Pilot Regime under Reg. (EU) 2022/858 and Italian law decree no. 25/2023, the paper examines: the role of the DLT market infrastructure operator and of the registrar of the register for DLT based financial instruments in organizing the use of distributed ledger technology, with references to the related liability; the DLT's contribution to the transferring of financial instruments, the access to trading venues and the settlement cycle of transactions.

SOMMARIO:

1. DLT nel Regime pilota e nel Decreto in materia di strumenti finanziari in forma digitale. – 2. Funzione e oggetto della DLT. – 3. Finalità e complessità della DLT. – 4. Gestore

* Professoressa ordinaria di diritto commerciale, Università degli Studi di Roma Tor Vergata; e-mail: ciocca@economia.uniroma2.it.

dell'infrastruttura di mercato DLT e responsabile del registro per la circolazione digitale: obblighi organizzativi e informativi; responsabilità (cenni). – 5. Emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale: semplificazioni; sicurezza e accessibilità degli strumenti finanziari. – 6. Accesso alle infrastrutture di mercato. – 7. DLT e *post-trading*.

1. *DLT nel Regime pilota e nel Decreto in materia di strumenti finanziari in forma digitale.*

Questo contributo esamina alcuni rischi e potenzialità della «tecnologia a registro distribuito (DLT)» [1], assunta come mezzo tecnico sottostante al c.d. Regime pilota (Reg. (UE) 2022/858 del 30 maggio 2022, di seguito anche "Regolamento" o "Reg.") e al d.l. 17 marzo 2023, n. 25, conv. con l. 10 maggio 2023, n. 52 in materia di emissione e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale (di seguito, "Decreto"). L'analisi è circoscritta alla DLT nella prospettiva dei due provvedimenti richiamati, senza poter indagare i meccanismi tecnici di funzionamento.

Con riguardo alle cautele che il legislatore introduce per limitare il rischio che la DLT non esprima appieno le proprie potenzialità, si proverà a verificare il ruolo del gestore dell'infrastruttura di mercato DLT e del responsabile del registro nell'organizzazione dell'impiego della DLT, con cenni alla relativa responsabilità (§ 4).

Con riguardo alle potenzialità, nei considerando del Regolamento si legge come la DLT possa generare nuovi «incrementi di efficienza nel processo di negoziazione e post-negoziazione» [2], purché «preservando al contempo un livello elevato di tutela degli investitori, integrità del mercato, stabilità finanziaria e trasparenza» [3]. Interessa qui in particolare il contributo che, secondo i provvedimenti in esame, la DLT può apportare con riguardo a: semplificazione di emissione e circolazione degli strumenti finanziari (§ 5); accesso diretto alle infrastrutture di mercato (§ 6); combinazione in un'unica entità di sede di negoziazione e sistema di regolamento e possibile abbreviazione del ciclo di regolamento delle operazioni in strumenti finanziari (§ 7).

---

[1] La «tecnologia a registro distribuito (DLT)» consente «il funzionamento e l'uso di registri distribuiti», cioè di archivi di «informazioni in cui sono registrate le operazioni», condivisi «da una serie di nodi di rete DLT» e «sincronizzat[i] tra di essi, mediante l'utilizzo di un meccanismo di consenso» (art. 2, par. 1, nn. 1-2, Reg.). Il nodo di rete DLT è un «dispositivo o un'applicazione informatica parte di una rete e che detiene una copia, completa o parziale, delle registrazioni delle operazioni eseguite tramite il registro distribuito» (art. 2, par. 1, n. 4, Reg.). Il Decreto impiega la stessa definizione di DLT del Regolamento (art. 1, primo comma, lett. *b*, Decreto).

[2] V. considerando n. 3 Regolamento.

[3] V. considerando n. 6 Regolamento.

2. *Funzione e oggetto della DLT.*

Il Regolamento e il Decreto sono in rapporto di parziale complementarità [4].

Il Regolamento mira a facilitare lo sviluppo della tecnologia a registro distribuito con riferimento alla negoziazione e al regolamento di «strumenti finanziari DLT», cioè emessi, registrati, trasferiti e conservati mediante tale tecnologia [5]. A questo scopo esso allestisce il Regime pilota, che consiste in un sistema di regole, oggettivamente delimitato [6], per il rilascio di autorizzazioni [7] temporanee [8] alla gestione di «infrastrutture di mercato DLT» [9], cioè sistemi multilaterali di negoziazione (MTF DLT) [10], di regolamento (SS DLT) [11] o tra loro combinati (TSS DLT) [12], che ammettono alla negoziazione e al regolamento strumenti finanziari

---

[4] V. Santoro, M.T. Rodi, *Prime considerazioni sulle disposizioni urgenti in materia di strumenti finanziari in forma digitale*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2024, II, 25 ss., ivi, 38 s.

[5] Art. 2, par. 1, n. 11, Reg.

[6] L'art. 3 Reg. identifica gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o regolati in un'infrastruttura di mercato DLT (v. anche oltre nel testo).

[7] L'autorizzazione può essere rilasciata sia a operatori già autorizzati all'esercizio dell'attività in forma tradizionale, che vogliano anche gestire infrastrutture di mercato DLT, sia a nuovi operatori (v. considerando n. 11 Reg.), che dovranno ottenere l'autorizzazione di base (come gestore di mercato, impresa di investimento o depositario centrale, a seconda dell'infrastruttura che progettano di realizzare) e l'autorizzazione specifica per l'infrastruttura DLT che vogliano allestire. Gli artt. 8, 9, 10 Reg. disciplinano le richieste di autorizzazione; le condizioni per ottenere le esenzioni sono stabilite dagli artt. 4, 5, 6 Reg., rispettivamente per un MTF DLT, un SS DLT e un TSS DLT. Sul regime di autorizzazione, G.P. La Sala, *Mercati e servizi per gli strumenti finanziari* tokenizzati, in *Diritto del fintech*[2], a cura di M. Cian, C. Sandei, Padova, Cedam, 2024, 555 ss., ivi, 556 e 566.

[8] La transitorietà del Regime pilota è duplice. Da un lato, tale regime è fruibile per sei anni dalla concessione dell'autorizzazione (considerando n. 48 e artt. 8, par. 11, 9, par. 11, 10, par. 11, Reg.); dall'altro lato, se l'aggregato degli strumenti finanziari DLT oggetto di negoziazione o di regolamento sull'infrastruttura che fruisce del Regime pilota dovesse superare i limiti dimensionali stabiliti dallo stesso Regolamento, il gestore dell'infrastruttura deve mettere in atto una strategia di transizione (art. 3, par. 3, Reg.), che implica la cessazione dell'attività o, se possibile, il passaggio al regime ordinario altrimenti applicabile all'infrastruttura (art. 7, par. 7, Reg.).

[9] Art. 2, par. 1, n. 5, Reg.

[10] Un MTF DLT è un sistema multilaterale di negoziazione che ammette alla negoziazione solo strumenti finanziari DLT (art. 2, par. 1, n. 6, Reg.) e può essere gestito da un'impresa di investimento o da un gestore di mercato (art. 8 Reg.).

[11] Un sistema di regolamento DLT (SS DLT) «regola operazioni in strumenti finanziari DLT contro pagamento o consegna, indipendentemente dal fatto che tale sistema di regolamento sia stato designato e notificato a norma della direttiva 98/26/CE e che permetta la registrazione iniziale degli strumenti finanziari DLT o consenta la prestazione di servizi di custodia in relazione a strumenti finanziari DLT» (art. 2, par. 1, n. 7, Reg.) e può essere gestito da un depositario centrale (art. 9 Reg.).

[12] Un «sistema di negoziazione e regolamento DLT (TSS DLT)» combina i servizi prestati da un MTF DLT e da un SS DLT (art. 2, par. 10, Reg.) e può essere gestito da un'impresa di investimento,

DLT. Tali infrastrutture possono fruire dell'esenzione da talune norme della Direttiva (UE) 2014/65 (di seguito "Mifid") e del Regolamento (UE) n. 909/2014, che altrimenti troverebbero applicazione, purché vengano rispettate alcune regole organizzative e di trasparenza stabilite dallo stesso Regolamento e siano adottate misure compensative che l'Autorità competente può prescrivere, per la tutela degli investitori, l'integrità dei mercati, la stabilità finanziaria [13].

Tale meccanismo dovrebbe agevolare la maturazione di infrastrutture che potrebbero costituire un'alternativa concorrenziale con le sedi tradizionali di negoziazione e di regolamento [14]. Tuttavia, l'interesse delle imprese per il Regime pilota, forse anche per cospicue barriere all'entrata, è ancora scarso: ad aprile 2024 nessuna infrastruttura di mercato DLT era stata autorizzata, a fronte di quattro domande presentate [15]. Inoltre, il Regolamento non prevede sperimentazioni [16] per i mercati regolamentati e gli strumenti finanziari ivi negoziati, che restano assoggettati al regime tradizionale [17].

Il Decreto predispone un regime di emissione, circolazione ed esercizio dei diritti relativi a «strumenti finanziari digitali», cioè emessi su un registro per la circolazione digitale [18], che può essere scelto in alternativa alla tecnica cartolare o

---

un gestore di mercato o un depositario centrale (art. 10 Reg.). Il Decreto utilizza le definizioni di MTF DLT, SS DLT e TSS DLT di cui al Regolamento (art. 1, primo comma, lett. *f-i*, Decreto).

[13] R. PRIEM, *A European DLT pilot regime for market infrastructures: finding a balance between innovation, investor protection, and financial stability*, 2021, reperibile in https://ssrn.com, 1 ss., ivi, 7; D.A. ZETZSCHE, J. WOXHOLTH, *The DLT Sandbox under the Pilot-Regulation*, in *EBI Working Paper*, 2021, no. 92, 1 ss., ivi, 4; A. TINA, *Mercati centralizzati, decentralizzati. Prospettive di inquadramento della DeFi nell'attuale orizzonte*, in *ODCC*, 2022, 41 ss., ivi, 42; F. ANNUNZIATA, A. MINTO, *Il nuovo Regolamento UE in materia di* Distributed Ledger Technology, 13 luglio 2022, reperibile in https://www.dirittobancario.it, 1 ss., ivi, 2; T. CIRAOLO, *L'ecosistema digitale e l'evoluzione dei mercati*, in *Riv. trim. dir. econ*., 2022, 342 ss., ivi, 353; R. FAVA, *L'incorporazione digitale degli strumenti finanziari*, in *Banca borsa tit. cred*., 2024, I, 118 ss., ivi, 123 s.; G.P. LA SALA, (nt. 7), 565 ss.

[14] Per lo studio delle conseguenze della DLT su organizzazione e disciplina delle sedi di negoziazione, F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle* trading venues *nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla* distributed ledger technology, in questa *Rivista*, 2018, 40 ss., ivi, 57 ss.

[15] ESMA, *DLT Pilot Regime Implementation*, 3 aprile 2023, con cui l'Autorità ha comunicato che non avrebbe pubblicato il *report* annuale, ai sensi dell'art. 15 Reg., sullo stato di funzionamento delle infrastrutture DLT e sulle relative criticità e necessità di aggiornamento per il mancato rilascio di autorizzazioni. L'ESMA ha anche menzionato la possibile presentazione di ulteriori otto domande nel corso dell'anno, ma non con riguardo all'Italia.

[16] R. FAVA, (nt. 13), 129; G. LA SALA, (nt. 7), 559.

[17] Il considerando n. 7 Reg. chiarisce che le infrastrutture dei mercati finanziari 'tradizionali' (sedi di negoziazione, depositari centrali di titoli e controparti centrali) possono comunque offrire servizi di negoziazione e post-negoziazione per cripto-attività che rientrano nella definizione di strumenti finanziari basati sulla DLT, ma «ai sensi della vigente legislazione dell'Unione in materia di servizi finanziari» e quindi al di fuori dello 'spazio di sperimentazione' del Regime pilota. Sul punto, A. TINA, (nt. 13), 48.

[18] Il «registro per la circolazione digitale» è un registro, come definito dall'art. 2, par. 1, n. 2,

alla tecnica scritturale della gestione dematerializzata [19] e, per le azioni, anche in alternativa all'esclusione della rappresentazione in titoli (art. 2346 c.c.).

L'opzione per la forma digitale non è soggetta a limiti di durata, a differenza del Regime pilota, e gli strumenti finanziari digitali possono anche non essere negoziati su infrastrutture DLT [20]. Inoltre, anche il Decreto, almeno secondo una lettura, non prevede la circolazione in forma digitale per strumenti finanziari quotati [21].

Sussiste poi tra i due provvedimenti una differenza con riguardo alla tipologia di strumenti finanziari e alla dimensione delle emissioni.

Nel caso del Regolamento, gli «strumenti finanziari DLT», che possono essere scambiati e 'regolati' su infrastrutture di mercato DLT, sono azioni, obbligazioni (comprese ricevute di deposito), strumenti del mercato monetario, quote di organismi di investimenti collettivo del risparmio non strutturati, purché restino compresi entro determinati limiti quantitativi (art. 3, parr. 1-3, Reg.) [22]. Tale contenimento quantitativo ha lo scopo di evitare che la complessità della nuova tecnologia generi rischi di stabilità del sistema finanziario.

Il Decreto ammette alla forma digitale sostanzialmente le stesse categorie di strumenti finanziari elencate dal Regolamento (azioni, obbligazioni, strumenti del mercato monetario, azioni o quote di OICR [23]), ma a queste si aggiungono i titoli di debito di s.r.l. e altri titoli di debito previsti dal diritto italiano (si pensi, ad

---

Reg., utilizzato per l'emissione di strumenti finanziari digitali ai sensi del Decreto (art. 1, primo comma, lett. *d*, Decreto).

[19] 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, 645, ivi, 664 s.; N. DE LUCA, *Strumenti finanziari digitali e princìpi cartolari*, in *Diritto del fintech*, (nt. 7), 223 ss., ivi, 232.

[20] V. LEMMA, *DLT pilot: verso il mercato degli strumenti finanziari digitali*, reperibile in reperibile in https://www.dirittobancario.it, maggio 2023, 1 ss., ivi, 5; G. LA SALA, (nt. 7), 557.

[21] N. DE LUCA, (nt. 19), 232, e G.P. LA SALA, (nt. 7), 558 e 561, entrambi per l'argomento che l'art. 3, secondo comma, Decreto esclude l'applicazione del regime di dematerializzazione solo con riferimento all'art. 83-*bis*, secondo comma, t.u.f. e non anche con riferimento all'art. 83-*bis*, primo comma, t.u.f., argomento condiviso con riguardo alle azioni; cfr., invece, U. MALVAGNA, Digital securities*: prime note sul decreto di attuazione del DLT Pilot*, 28 marzo 2023, reperibile in https://www.dirittobancario.it, 1 ss., 8 s.

[22] Il primo limite concerne il livello massimo di capitalizzazione o di entità dell'emissione, a seconda della tipologia di strumento finanziario; il secondo limite è relativo al valore aggregato degli strumenti negoziati o registrati sull'infrastruttura al momento dell'ammissione di un nuovo strumento; il terzo è definito dall'ammontare degli strumenti finanziari complessivamente negoziati o regolati sull'infrastruttura, a prescindere dall'ammissione di un nuovo strumento. Tra le possibili ragioni dello scarso successo del Regolamento, l'ESMA, (nt. 15), annovera anche la rigidità della soglia massima di strumenti finanziari ammessi alle infrastrutture DLT nel complesso bassa.

[23] Nel senso che il Regolamento si riferisce a quote OICVM di tipo non complesso o non strutturato, F. ANNUNZIATA, A. MINTO, (nt 13), 3.

esempio, alle cambiali finanziarie [24]). Inoltre, la Consob può, con regolamento, includere anche i titoli di cui all'art. 1, primo comma-*bis*, lett. *c*), t.u.f. e le quote di s.r.l. (art. 28, secondo comma, lett. *a-bis*, Decreto).

L'emissione di strumenti finanziari in forma digitale di cui al Decreto non sembra soggetta a vincoli quantitativi quando gli strumenti finanziari non sono destinati a infrastrutture di mercato DLT. A tale riguardo rileva l'art. 2, secondo comma, Decreto, secondo cui resta «fermo quanto previsto dall'articolo 3» del Regolamento. Almeno secondo un orientamento [25], le emissioni di strumenti finanziari digitali ai sensi del Decreto, che non si avvalgono di infrastrutture DLT di cui al Regolamento, vengono così svincolate da limiti dimensionali, che si applicano solo quando gli strumenti finanziari digitali, emessi ai sensi del Decreto, sono scambiati o regolati su un'infrastruttura DLT autorizzata ai sensi del Regolamento.

Il Decreto ha quindi un ambito di applicazione più ampio rispetto a quello del Regolamento e, al tempo stesso, è condizione indispensabile perché possano essere realizzate in Italia infrastrutture di mercato DLT che vogliano accedere al Regime pilota.

3. *Finalità e complessità della DLT.*

Allo scopo di tutelare investitori, integrità del mercato e stabilità finanziaria, entrambi i provvedimenti in esame individuano comuni finalità a cui la DLT dovrebbe assolvere, che possono essere ricondotte a tre 'pilastri': continuità dei servizi offerti; trasparenza e accessibilità dei dati; integrità, non alterabilità e riduzione dei rischi di perdita dei dati.

Il Regolamento prescrive, tra l'altro, che i dispositivi, oltre a essere proporzionati all'attività, assicurino «continuità e … costante trasparenza, disponibilità, affidabilità e sicurezza» dei servizi, «affidabilità degli *smart contract*», «integrità, … sicurezza e … riservatezza di tutti i dati» memorizzati dai gestori, che devono essere «disponibili e accessibili». I gestori devono altresì dotarsi di «procedure specifiche di gestione del rischio operativo per i rischi derivanti dall'uso della tecnologia a registro distribuito e delle cripto-attività» (art. 7, par. 4, secondo cpv. Reg.).

---

[24] U. MALVAGNA, (nt. 21), 3, aggiunge, tra gli altri, titoli di stato, *covered bonds* emessi da banche, *notes* emesse da veicoli di cartolarizzazione.

[25] U. MALVAGNA, (nt. 21), 5. Cfr. invece G.P. LA SALA, (nt. 7), 558, secondo cui l'art. 2, secondo comma, Decreto generalizza i limiti dimensionali stabiliti dall'art. 3 Reg.; nello stesso senso, I. CAPELLI, (nt. 19), 657. Per quanto questa seconda lettura trovi conforto nella lettera della disposizione, essa sembra meno in linea con l'intenzione del Decreto di disciplinare la circolazione in forma digitale a prescindere dal ricorso a infrastrutture DLT, che sono invece il presupposto di applicazione del Regolamento.

Il Decreto prescrive che i registri per la circolazione digitale garantiscano in particolare «integrità, autenticità, non ripudiabilità, non duplicabilità e validità delle scritturazioni» relative agli strumenti finanziari digitali e ai vincoli su questi costituiti; permettano di «identificare in qualsiasi momento i soggetti in favore dei quali sono effettuate le scritturazioni» e il loro contenuto; consentano a tali soggetti, oltre che alle autorità di vigilanza, «di accedere in qualsiasi momento alle scritturazioni del registro relative» ai propri strumenti finanziari digitali ed estrarre copia in formato elettronico; prevengano la perdita o la modifica non autorizzata dei dati e delle scritturazioni relative agli strumenti finanziari digitali per l'intera durata della scritturazione (art. 4 Decreto).

Quanto meno allo stato delle conoscenze tecnologiche, la DLT dovrebbe essere in grado di realizzare i fini indicati dal legislatore. Infatti, è diffusa l'affermazione secondo cui la DLT, e, fra le diverse tipologie, la *blockchain* [26] avrebbero, attualmente, capacità quasi intrinseche di garantire tracciabilità, attendibilità, immutabilità dei dati [27]. La capacità della DLT di realizzare in concreto tali effetti costituisce lo snodo centrale dell'intero impianto regolatorio del c.d. *Fintech*, ma esula da finalità e competenze di questo contributo indagare le probabilità di tale scenario.

Piuttosto, occorre rilevare che entrambi i provvedimenti assumono la DLT come presupposto tecnologico, che non viene ulteriormente descritto dal legislatore nella sua articolazione o nel suo funzionamento [28]. La circostanza che il legislatore dell'Unione e quello nazionale non tratteggino in cosa consiste o come debba funzionare la DLT non sorprende ed è opportuna. La varietà di DLT è ricca, il panorama tecnologico è in rapido sviluppo e non è compito del legislatore fornire indicazioni operative di funzionamento di un mezzo tecnico. D'altra parte, il Regolamento e, in generale, la legislazione dell'Unione in materia finanziaria aspirano a essere tecnologicamente neutrali per tutelare gli interessi rilevanti a prescindere dal mezzo tecnico impiegato. Sono quindi di proposito evitati riferimenti a uno specifico tipo di tecnologia a registro distribuito [29] o a una sua particolare architettura.

---

[26] Nel senso che la *blockchain* costituisce una variante di DLT, P. MATERA, A. BENINCAMPI, voce *Blockchain*, in *Dig*., *disc. priv.*, *Sez. comm*., Agg. IX, Milano, 2022, 23 ss.

[27] P. MATERA, A. BENINCAMPI, (nt. 26), 24; I. CAPELLI, (nt. 19), 666.

[28] Nel senso che Regolamento e Decreto impiegano una nozione di tecnologia a registro distribuito «agnostica e tecnologicamente neutrale rispetto alle caratteristiche della DLT sottostante», U. MALVAGNA, (nt. 21), 3.

[29] Nel considerando n. 9 Reg. si legge: «La legislazione dell'Unione in materia di servizi finanziari è destinata a essere neutrale per quanto riguarda l'uso di qualsiasi particolare tecnologia rispetto a un'altra. Occorre, pertanto, evitare riferimenti a un tipo specifico di tecnologia a registro distribuito. I gestori delle infrastrutture di mercato DLT dovrebbero garantire di essere in grado di rispettare tutti i requisiti applicabili, indipendentemente dalla tecnologia utilizzata».

L'approccio "tecnologicamente neutrale" [30] implica anche l'assenza di indicazioni esplicite in merito al carattere pubblico o privato o, secondo altra classificazione, chiuso o aperto [31] della DLT presupposta ai due provvedimenti, sicché tali opzioni sembrano comunque disponibili sia per le infrastrutture di mercato DLT ai sensi del Regolamento [32], sia per l'emissione di strumenti finanziari digitali ai sensi del Decreto. Ciò in particolare sembra confermato dal Regolamento, là dove prescrive che i gestori di infrastrutture di mercato DLT «stabiliscono o documentano, come appropriato» le regole sul funzionamento della tecnologia a registro distribuito che utilizzano, comprese «le regole sull'accesso al registro distribuito» e «sulla partecipazione dei nodi di validazione» (art. 7, par. 2, Reg. [33]). Il riferimento a un obbligo di documentazione delle modalità di funzionamento e delle regole di accesso, in alternativa all'obbligo di stabilire le une e le altre, lascia intendere che il gestore dell'infrastruttura possa impiegare DLT allestite con la partecipazione di terzi o non regolate direttamente dal gestore, ma di cui questi deve però documentare il funzionamento, e implica altresì che le regole di accesso possano avere contenuto diverso. Un'ulteriore conferma si ricava anche dall'art. 7, par. 3, Reg., che richiede al gestore di rendere pubbliche una serie di informazioni, che comprendono anche «il tipo di tecnologia a registro distribuito utilizzata».

Una DLT di tipo privato e chiuso appare la soluzione più congeniale per infrastrutture finanziarie [34], soprattutto tenuto conto che – come si proverà a illustrare

---

[30] U. MALVAGNA, (nt. 21), 3.

[31] Secondo una classificazione, le DLT si distinguono in pubbliche e private, in ragione della proprietà dei nodi, che, nel primo caso, può essere di qualsiasi partecipante e, nel secondo, solo di un soggetto o di un gruppo di soggetti verificati e selezionati. La distinzione tra DLT di tipo aperto (c.d. *permissionless*) e chiuso (c.d. *permissioned*) concerne le regole di partecipazione (ad esempio, i diversi tipi di nodi e l'operatività a ciascuno consentita), che nel secondo caso sono stabilite da un'organizzazione centrale. Non vi è però corrispondenza tra le due classificazioni. Infatti, una DLT può essere pubblica, ma chiusa, perché chiunque può partecipare, ma i termini di tale partecipazione sono decisi da un'organizzazione centrale (talora identificata con il termine di consorzio o di "federazione"), che stabilisce quali nodi possono confermare le operazioni, quali possono solo tenere una copia del registro e quali altre determinate attività ciascuno di essi può svolgere. Al riguardo, L. CANTISANI, S. SATHYANARAYANAN, *Blockchains and smart contracts: general overview, and aspects of governance and liability*, in *Dir. econ. impr.*, 2020, 180 ss., ivi, 188; e nello stesso senso, P. KLIMOS, *The distributed ledger technology: a potential revamp for financial markets?*, in 13(2) *Capital Markets L. J.*, 2018, 194 ss., ivi, 201. V. invece, D.A. ZETZSCHE, J. WOXHOLTH, (nt. 13), 8 che riferiscono la distinzione pubblico-privato alla capacità di chiunque di leggere le informazioni del registro e di avviare un'operazione.

[32] Per l'alternativa DLT aperte o chiuse: F. BERTELLI, *Il regime pilota per le DLT tra principio di neutralità tecnologica e nuove strategie di cooperazione tra pubblico e privato*, in *Rass. dir. civ.*, 2023, 370.

[33] V. anche considerando n. 39 Reg.

[34] D. YERMACK, *Corporate Governance and Blockchains*, in *Rev. Fin.*, 2017, 7 ss., ivi, 12, per l'osservazione che sperimentazioni di *blockchain* in ambito finanziario avvengono con la presenza di un «*gatekeeper*» quale «*trusted third party*» dal cui consenso dipende la partecipazione degli interes-

nel prosieguo – tanto il Regolamento (art. 7) quanto il Decreto (artt. 13 e 23, secondo comma) imputano, rispettivamente, al gestore della infrastruttura DLT e al responsabile del registro [35] il compito di assicurare che l'infrastruttura di mercato e il registro per la circolazione digitale siano conformi alle regole di cui agli stessi provvedimenti. Un sistema 'chiuso' con regole e protocolli per l'accesso, che filtri la partecipazione dei nodi e ne disciplini il ruolo [36], offre un maggior controllo sul funzionamento del registro o dell'infrastruttura di mercato, rispetto a un sistema in cui i nodi partecipino senza sbarramenti, come avviene nella *blockchain* modello *bitcoin* in cui i nodi entrano ed escono a proprio piacimento, per quanto aderendo con il loro ingresso a un protocollo informatico condiviso e disponibile per l'utilizzo. Non si può però escludere che valutazioni di efficienza, anche relative ai costi di realizzazione di DLT di tipo privato e chiuso, inducano a preferire, anche per le infrastrutture finanziarie che qui interessano, il ricorso a DLT che modulino altrimenti i caratteri privato o pubblico e chiuso o aperto. In ultima analisi, spetta al gestore dell'infrastruttura e al responsabile del registro scegliere la tipologia di DLT [37].

In ogni caso, l'aspetto strutturale della DLT che si può ricavare dai provvedimenti in esame è la sua complessità. Si tratta di una tecnologia che si articola in più elementi e dispositivi, non sempre tutti di provenienza del gestore dell'infrastruttura o del responsabile del registro che la impiega e tuttavia indispensabili per il relativo funzionamento. Lo stesso Regolamento menziona i «dispositivi informatici e cibernetici relativi all'uso della» DLT, e tra questi gli «*smart contract*» (art. 7, par. 4, Reg.). D'altra parte, la Banca d'Italia ha efficacemente descritto le soluzioni DLT come «ecosistemi complessi» [38]. Tale complessità aumenta nelle DLT di più larga apertura e più compiuta distribuzione, ma non per questo è assente nelle DLT di tipo chiuso.

---

sati, a differenza della *blockchain bitcoin* che prescinde da tale intervento; nello stesso senso, ESMA, *Report. The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Market*, 7 febbraio 2017, 4, § 3; R. PRIEM, *Distributed ledger technology for securities clearing and settlement: benefits, risks, and regulatory implications*, in 6(11) *Fin. Innovation*, 2020, 1 ss., ivi, 13; P. LEOCANI, U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, A. TRANQUILLINI, *Tecnologie di registro distribuito (*distributed ledger technologies – blockchain*) per la rappresentazione digitale di strumenti finanziari (*security token*): tra diritto cartolare e disciplina delle infrastrutture di mercato*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, 73 ss., ivi, 89.

[35] G.P. LA SALA, (nt. 7), 564 e 565, osserva che se gli strumenti finanziari digitali sono negoziati su infrastruttura di mercato DLT, il registro è tenuto dal gestore dell'infrastruttura (art. 3 Decreto). Se gli strumenti finanziari digitali non sono negoziati su tale infrastruttura, il responsabile del registro può essere, subordinatamente ad apposita iscrizione nel registro tenuto dalla Consob al ricorrere di alcuni requisiti (artt. 20 e 25 Decreto), lo stesso emittente o un intermediario (tra cui, in particolare, banche, imprese di investimento, gestori di mercati, intermediari *ex* art. 106 t.u.b., depositari centrali ecc.).

[36] Per tali caratteristiche di una c.d. *permissioned blockchain*, D. YERMACK, (nt. 34), 16; P. MATERA, A. BENINCAMPI, (nt. 26).

[37] V. anche G.P. LA SALA, (nt. 7) 556.

[38] BANCA D'ITALIA, *Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, giugno 2022, 6.

4. *Gestore dell'infrastruttura di mercato DLT e responsabile del registro per la circolazione digitale: obblighi organizzativi e informativi; responsabilità (cenni).*

Per mitigare il rischio che il carattere complesso della DLT offuschi l'identificazione di obblighi e responsabilità, la risposta del legislatore dell'Unione e di quello nazionale appare volta a individuare un unico referente, che faccia da sintesi alla complessità tecnologica, quale ne sia il livello [39].

Vengono così accentrati in capo a un soggetto, rispettivamente il gestore dell'infrastruttura di mercato DLT e il responsabile del registro per la circolazione digitale, il compito organizzativo di allestire la tecnologia a registro distribuito, in quanto parte essenziale dell'infrastruttura di mercato o del registro, l'obbligo di informare adeguatamente il mercato di tali scelte organizzative e, almeno entro certi limiti, le responsabilità connesse.

(a) Con riguardo all'organizzazione della DLT, ai sensi dell'art. 7 Reg. i gestori di infrastrutture di mercato DLT elaborano «piani aziendali», che descrivono come intendono svolgere i servizi e le attività [40].

I piani aziendali devono descrivere, tra l'altro, «aspetti tecnici» e uso della «tecnologia a registro distribuito» (art. 7, par. 1, Reg.). I gestori inoltre «stabiliscono o documentano, come appropriate, regole di funzionamento della tecnologia a registro distribuito che utilizzano, comprese le regole sull'accesso al registro distribuito, sulla partecipazione dei nodi di validazione» e «sulla gestione del rischio, tra cui misure di attenuazione» (art. 7, par. 2, Reg.). Inoltre, i gestori delle infrastrutture dispongono di «procedure specifiche di gestione del rischio operativo per i rischi derivanti dall'uso della tecnologia a registro distribuito e delle cripto-attività» (art. 7, par. 4, secondo cpv., Reg.). Infine, i gestori «garantiscono che tutti i dispositivi informatici e cibernetici relativi all'uso della loro tecnologia a registro distribuito siano proporzionati alla natura, alla portata e alla complessità delle loro attività» (art. 7, par. 4, Reg.).

Il Decreto prevede che «il responsabile del registro e il gestore SS DLT o del TSS DLT garantiscono la conformità del registro alle caratteristiche» stabilite dallo stesso Decreto e dalle disposizioni di attuazione (art. 13) [41].

Entrambi i provvedimenti, secondo l'impostazione tradizionale della disciplina delle attività finanziarie soggette a riserva, rimettono all'impresa, nell'esercizio

---

[39] Altro profilo che qui non è possibile esaminare è l'inquadramento delle piattaforme di negoziazione integralmente decentralizzate (c.d. DEX), su cui, A. TINA, (nt. 13), 50 s.

[40] V. anche considerando n. 38 Reg. secondo cui il piano aziendale deve specificare dettagliatamente le modalità di utilizzo della DLT e «le condizioni regolamentari applicabili».

[41] La norma si applica, ai sensi dell'art. 23, primo comma, Decreto, anche al responsabile del registro quando gli strumenti finanziari in forma digitale non sono scritturati presso un TSS DLT o un SS DLT.

della propria autonomia organizzativa, di definire le modalità di svolgimento dell'attività, nella prospettiva della prevenzione e gestione dei rischi, per la tutela degli investitori, dell'integrità e della stabilità del mercato.

È tuttavia fisiologico che per attività ad alto contenuto tecnologico, che hanno bisogno di una pluralità di elementi ad elevata specializzazione, vi siano componenti dell'infrastruttura o fasi del suo funzionamento che non sono elaborate, realizzate o curate in proprio dal gestore dell'infrastruttura o dal responsabile del registro. In tali casi, il meccanismo più appropriato per inquadrare il ruolo del gestore dell'infrastruttura o del responsabile del registro sembra essere quello dell'esternalizzazione di funzioni.

Nel contesto del Regime pilota, il considerando n. 41 rileva che le «infrastrutture di mercato DLT dovrebbero disporre di specifici dispositivi informatici e cibernetici efficaci» e tali strumenti dovrebbero «garantire la continuità e la costante trasparenza, disponibilità, affidabilità e sicurezza dei servizi forniti, compresa l'affidabilità di eventuali *smart contract* utilizzati, indipendentemente dal fatto che tali *smart contract* siano creati dalla stessa infrastruttura di mercato DLT o da terzi in seguito a procedure di esternalizzazione».

Al di là di tale indicazione, non vi sono ulteriori riferimenti all'esternalizzazione di funzioni, ma il ricorso a tale procedura sembra potersi estendere anche ad aspetti della tecnologia a registro distribuito che non siano a cura dello stesso gestore dell'infrastruttura, sebbene diversi dagli *smart contract*. Occorre, infatti, considerare che i gestori delle infrastrutture di mercato, in quanto imprese di investimento [42], gestori di mercato [43] o depositari centrali [44] sono di per sé assoggettati ad articolate discipline settoriali in materia di esternalizzazione di funzioni.

Anche il Decreto richiede che il responsabile del registro si doti di «efficaci politiche … per le esternalizzazioni» (art. 24, secondo comma) e il regolamento di attuazione Consob [45] prescrive che l'istanza di iscrizione nell'elenco dei responsabili del registro descriva anche «le politiche per le esternalizzazioni e un elenco delle funzioni, dei servizi o delle attività esternalizzati (o destinati a essere ester-

[42] Art. 16, par. 5, Mifid; artt. 30 ss. Reg. delegato (UE) 2017/565.

[43] Artt. 47 e 48 Mifid.

[44] V. considerando 31 Reg. che conferma in generale l'applicazione delle norme in tema di esternalizzazioni per un CSD che gestisce un SS DLT (v. in particolare artt. 19 e 30 Reg. (UE) n. 909/2014). Tuttavia, per i CSD che gestiscono un'infrastruttura per il regolamento delle operazioni (SS DLT), il Regolamento (art. 5, par. 4) consente al depositario centrale di richiedere un'apposita esenzione dall'art. 19 Reg. (UE) n. 909/2014, che, per l'esternalizzazione di un servizio c.d. di base, cioè l'attività qualificante un depositario centrale, prescrive la preventiva autorizzazione dell'attività di vigilanza. Resta invece applicabile l'art. 30 Reg. (UE) n. 909/2014 che costituisce il regime generale di esternalizzazione di funzioni per i CSD (sul punto, v. anche R. PRIEM, (nt. 13), 13).

[45] CONSOB, *Regolamento sull'emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari*, Delibera n. 22923 del 6 dicembre 2023, Allegato 1.

nalizzati)». I responsabili del registro, che siano anche intermediari autorizzati [46], sono di per sé sottoposti ai rispettivi statuti organizzativi che stabiliscono appositi presidi a tale riguardo.

Spetta quindi all'intermediario (sia esso gestore dell'infrastruttura DLT o responsabile del registro) organizzare l'uso della tecnologia a registro distribuito nell'esercizio della propria autonomia imprenditoriale, ma nel rispetto delle regole disposte da entrambi i provvedimenti, facendo eventualmente ricorso a fornitori terzi, ma non per questo abdicando al controllo sull'organizzazione del servizio e sulla gestione dei relativi rischi.

(b) Il gestore dell'infrastruttura di mercato e il responsabile del registro sono inoltre sottoposti a un obbligo di trasparenza con riguardo al funzionamento della DLT.

Il Regolamento accentua l'obbligo di trasparenza, perché impone al gestore dell'infrastruttura non solo di illustrarne le modalità di funzionamento, ma anche di chiarire al mercato come l'uso di questa tecnologia cambi le modalità di prestazione del servizio. L'art. 7, par. 3, Reg. [47] prescrive ai gestori di fornire «ai loro membri, partecipanti, emittenti e clienti informazioni chiare e inequivocabili, pubblicate sul loro sito *web*, sulle modalità con cui i gestori svolgono le loro funzioni, i loro servizi e le loro attività e su come tali modalità si discostano da quelle di un sistema multilaterale di negoziazione o del sistema di regolamento titoli che non si basa sulla tecnologia a registro distribuito. Tali informazioni comprendono il tipo di tecnologia a registro distribuito utilizzata».

Il Decreto prescrive che il responsabile del registro, quando gli strumenti non sono destinati a una sede DLT, rende «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 circolazione digitale e ai dispositivi a tutela della sua operatività» (art. 23, terzo comma, Decreto).

Pertanto, all'onere organizzativo si accompagna un onere di trasparenza sulle modalità di organizzazione e, nel caso del Regolamento, di esplicito chiarimento al mercato di come il ricorso alla DLT cambi le modalità di svolgimento dei servizi.

(c) Peraltro, gli obblighi di trasparenza potrebbero non essere sufficienti a con-

---

[46] Il responsabile del registro che, ai sensi dell'art. 19 Decreto, sia una banca o un intermediario finanziario *ex* art. 106 t.u.f. è tenuto agli obblighi in materia di esternalizzazione di funzioni per la rispettiva tipologia di intermediario (v. per le banche, BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per le banche*, Circ. n. 285, Parte I, Tit. IV, Cap. 3, Sez. IV; per gli intermediari *ex* art. 106 t.u.b., BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari*, Circ. n. 288, Tit. III, Cap. 1, Sez. V; v. anche BANCA D'ITALIA, *Segnalazione in materia di esternalizzazione di funzioni aziendali per gli intermediari vigilati*, Provvedimento del 31 maggio 2023).

[47] Il considerando n. 40 Reg. indica che i gestori di infrastrutture di mercato DLT devono «fornire informazioni … su come l'uso della tecnologia a registro distribuito si discosta dal modo in cui i servizi sono normalmente forniti» su sedi di negoziazione e regolamento tradizionali.

sentire un adeguato esercizio della vigilanza, reso più difficile dalla complessità tecnologica.

Il Decreto prevede, in caso di possibili violazioni dello stesso, il potere della Consob di «chiedere a chiunque la comunicazione di dati e di notizie e la trasmissione di atti e documenti» (art. 27, quarto comma), fermi i poteri di vigilanza informativa e ispettiva (art. 27, terzo comma, lett. *a* e *b*, Decreto).

Il Regolamento propone una modalità di esercizio della vigilanza sollecitata dalla complessità dei contenuti tecnologici [48]. È infatti previsto che per «valutare l'affidabilità di tutti i dispositivi informatici e cibernetici di un'infrastruttura di mercato DLT, l'autorità competente può richiedere una verifica di tali dispositivi. Se l'autorità competente richiede una verifica, essa nomina un revisore indipendente incaricato a tal fine. L'infrastruttura di mercato DLT sostiene i costi della verifica» (art. 7, par. 4, terzo cpv., Reg.).

Il legislatore pretende quindi visibilità sulle modalità tecniche del funzionamento della DLT: sul piano della trasparenza, con un obbligo di informazione a carico del gestore dell'infrastruttura o del responsabile del registro, arricchito – quanto meno nel Regolamento – con una spiegazione degli effetti del ricorso alle nuove tecnologie rispetto a quelle tradizionali, e, sul piano della vigilanza, con una modalità di controllo di contenuto tecnico-informatico anche per tramite di esperti del settore, a spese del soggetto vigilato.

(d) Con riguardo alla disciplina della responsabilità, il Decreto imputa al responsabile del registro la responsabilità per «i danni derivanti dalla tenuta del registro» nei confronti del soggetto a favore del quale sono state (o avrebbero dovuto essere) effettuate le scritturazioni e verso l'emittente, se diverso dal responsabile del registro, salvo che quest'ultimo dia «prova di aver adottato tutte le misure idonee ad evitare il danno» (art. 26, primo comma, Decreto).

Il responsabile del registro risponde altresì dei danni cagionati al soggetto in favore del quale è avvenuta la scritturazione o all'investitore, se diverso dal primo, che discendano da false informazioni, o da informazioni suscettibili di indurre in errore o dall'omissione di informazioni dovute ai sensi del Decreto (art. 26, secondo comma, Decreto). Anche in tal caso, l'onere della prova liberatoria è a carico del responsabile del registro, che deve provare di aver adoperato la diligenza necessaria per assicurare correttezza e completezza delle informazioni di cui all'art. 23, terzo comma, dello stesso Decreto, ossia le informazioni relative alle modalità operative del registro per la circolazione digitale e ai dispositivi a tutela della sua operatività, tra cui la strategia di transizione.

Il Regolamento fa riferimento solo alle ipotesi di responsabilità per perdita di fondi, di strumenti finanziari o di garanzie e non anche per informazioni inesatte o incomplete. L'art. 7, par. 6, Reg. dispone che il gestore dell'infrastruttura DLT

[48] Sottolineano il carattere inedito dello strumento di vigilanza, V. Santoro, M.T. Rodi, (nt. 4), 36.

risponde della perdita e tale responsabilità è esclusa se egli dimostra 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» (art. 7, par. 6, Reg.). La responsabilità non può però superare il valore che gli strumenti finanziari perduti avevano al momento della perdita.

Non è possibile qui approfondire il regime di tale responsabilità [49]. Interessa invece valutare se in tal modo i provvedimenti riescano ad imputare la responsabilità al gestore dell'infrastruttura di mercato DLT e al responsabile del registro, senza che la decentralizzazione della tecnologia sia di ostacolo.

Tanto il Regolamento [50], sebbene in un considerando, quanto il Decreto [51], rimettono, rispettivamente, al gestore dell'infrastruttura e al responsabile del registro di individuare chiare e precise «catene» o «linee» di responsabilità. Sembre-

---

[49] Con riguardo all'art. 26, primo comma, Decreto, la *Relazione* alle *Disposizioni urgenti in materia di emissioni e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione FinTech*, 24 aprile 2023, progetto di legge n. 80/1, rileva che «Il decreto-legge ricalca lo schema previsto dall'articolo 2050 c.c. sulla responsabilità per danni da esercizio di attività pericolose. La responsabilità in capo al responsabile del registro si configura quindi coma una responsabilità di natura oggettiva. A ben vedere la mancata adozione di tutte le misure idonee ad evitare il danno non significa necessariamente violazione di un dovere di condotta. La presunzione *iuris tantum* riguarda l'elemento psicologico della colpa, ma non il fatto illecito, né il nesso eziologico fra fatto ed evento che devono, invero, essere provati dai danneggiati. Per liberarsi dalla responsabilità il responsabile del registro non solo deve fornire la prova negativa di non aver commesso alcuna violazione delle norme di legge o di comune prudenza, ma deve anche fornire la prova positiva di aver impiegato ogni cura o misura atta ad impedire l'evento dannoso, in modo che anche il fatto del danneggiato o del terzo possa produrre effetti liberatori solo se per la sua incidenza e per la sua rilevanza sia tale da escludere il nesso causale tra l'attività svolta e l'evento». Nel senso che la responsabilità di cui all'art. 26, primo comma, Decreto riprende lo schema della responsabilità per attività pericolosa, M. PASSARETTA, *Nuove traiettorie societarie nell'era del FinTech: la digitalizzazione delle partecipazioni sociali*, in *Media Laws*, 2024, 1 ss., ivi, 18; nello stesso senso, E. LA SALA, F. GUELFI, *Emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale: profili legali e fiscali*, in *Società*, 2023, 1246, che qualificano la responsabilità come responsabilità oggettiva. Per la qualificazione della responsabilità per attività pericolosa (*ex* art. 2050 c.c.) come responsabilità oggettiva, F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, Esi, 2015, 728; *contra*: C.M. BIANCA, *Diritto civile*, 5, *La responsabilità*, Milano, Giuffrè, 1994, 709, che tuttavia conclude nel senso che la prova liberatoria attiene all'aver adottato tutte le cautele in relazione al danno concretamente verificatosi e quindi in ultima analisi alla prova che il danno sia dovuto al caso fortuito, punto condiviso da F. GAZZONI, *loc. ult. cit.*; per la qualificazione della responsabilità per attività pericolosa come responsabilità per colpa L. CORSARO, voce *Responsabilità da attività pericolose*, in *Dig. disc. priv.*, 1998, 103, ivi, 110.

[50] Considerando n. 6, Reg.: «Le infrastrutture di mercato DLT e i loro operatori dovrebbero disporre di garanzie adeguate in relazione all'uso della tecnologia a registro distribuito per assicurare l'efficace tutela degli investitori, compresa catene di responsabilità chiaramente definite nei confronti dei clienti per le eventuali perdite dovute ai guasti operativi».

[51] Art. 24, primo comma, Decreto: «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».

rebbe quindi possibile che il gestore della infrastruttura e il responsabile del registro possano allocare, con effetto anche verso il terzo danneggiato, le responsabilità a soggetti diversi, che siano coinvolti nel funzionamento della DLT. In particolare, il Regolamento sembra fare riferimento a responsabilità verso i terzi e non solo alla ripartizione interna di funzioni, compiti e responsabilità, a cui invece forse allude il Decreto. Sempre il Regolamento, col riferimento a un evento esterno che sfugge al controllo del gestore, potrebbe avvalorare un'interpretazione che esclude la responsabilità quando la perdita del valore sia dovuta a un malfunzionamento della DLT o di parte di essa e la DLT non sia direttamente controllata e curata dal gestore, anche perché il considerando n. 22 afferma che il «gestore di un'infrastruttura di mercato DLT non dovrebbe essere responsabile di eventi non attribuibili al gestore, in particolare di qualsiasi evento che dimostri essersi verificato *indipendentemente dalle sue operazioni*, *compresi i problemi derivanti da un evento esterno al di fuori del suo ragionevole controllo*» (corsivo aggiunto).

Tuttavia, non sembra pienamente convincente ravvisare in tali riferimenti la possibilità per il gestore dell'infrastruttura o per il responsabile di un registro di liberarsi dalla responsabilità verso coloro che siano stati danneggiati dalla perdita dei valori solo adducendo che un terzo ha realizzato il dispositivo informatico o curato parte delle operazioni per il funzionamento della DLT.

Tale conclusione sembrerebbe in contrasto con la disciplina dell'esternalizzazione di funzioni, ancor più se essenziali o importanti, che pure, in via generale si applica al gestore dell'infrastruttura o al responsabile del registro. Tale disciplina, per quanto declinata con riferimento a ciascun tipo di intermediario autorizzato e non con esplicito riguardo alla DLT, ribadisce sempre che l'affidamento in *outsourcing* non implica esonero da responsabilità [52].

Al di là della disciplina dell'esternalizzazione di funzioni, l'imputazione di responsabilità per il malfunzionamento della DLT in capo a soggetti diversi dal gestore dell'infrastruttura e dal responsabile del registro sarebbe una soluzione incoerente con la circostanza che l'uno e l'altro impiegano la DLT per svolgere in

[52] V., ad esempio, art. 30, par. 1, Reg. (UE) n. 909/2014 («Se esternalizza servizi o attività a terzi, un CSD resta pienamente responsabile del rispetto di tutti gli obblighi che gli incombono ai sensi del presente regolamento»); art. 31, par. 1, Reg. del. (UE) n. 565/2017 («Le imprese di investimento che esternalizzano funzioni operative essenziali o importanti restano pienamente responsabili del rispetto di tutti gli obblighi imposti loro dalla direttiva 2014/65/UE»); BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per le banche*, (nt. 46), Parte Prima. IV.3.25 («Le banche che ricorrono all'esternalizzazione di funzioni aziendali presidiano i rischi derivanti dalle scelte effettuate e mantengono la capacità di controllo e la responsabilità sulle attività esternalizzate nonché le competenze tecniche e gestionali essenziali per reinternalizzare, in caso di necessità, il loro svolgimento»); BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari*, (nt. 46), III.1.20 («Gli intermediari che ricorrono all'esternalizzazione di funzioni aziendali presidiano i rischi derivanti dalle scelte effettuate, mantenendo la capacità di controllo e la responsabilità sulle attività esternalizzate nonché le competenze tecniche e gestionali essenziali per re-internalizzare, in caso di necessità, il loro svolgimento»).

proprio un servizio che essi stessi organizzano e offrono (la gestione dell'infrastruttura di mercato DLT; la tenuta del registro per la circolazione degli strumenti in forma digitale). Il gestore dell'infrastruttura e il responsabile del registro scelgono una certa DLT e le relative regole e modalità di funzionamento con piena autonomia organizzativa, ma col vincolo di assicurare il rispetto del Regolamento e del Decreto. Ferma l'autonomia gestoria, l'uno è tenuto a valutare l'adeguatezza tecnica e la proporzionalità dei dispositivi tecnici all'attività da svolgere (art. 7 Reg.), l'altro a garantire che il registro assolva alle funzionalità prescritte dal Decreto (art. 13 Decreto). Quando il funzionamento della DLT dipende, in parte, da terzi, il gestore dell'infrastruttura o il responsabile del servizio sono in primo luogo e senz'altro tenuti a valutare l'adeguatezza o l'affidabilità del terzo o dei terzi [53] a cui abbiano attribuito il compito di svolgere una parte dell'attività o che siano coinvolti nel suo svolgimento. La responsabilità però non si limita solo alla scelta della soluzione organizzativa, che meglio si attaglia ai bisogni dell'attività e alla selezione dei fornitori più adeguati a tale scopo. Gestore dell'infrastruttura e responsabile del registro debbono anche a valutare nel continuo come tale attività sia svolta, l'adeguatezza delle regole di funzionamento e la loro applicazione in concreto [54], dotandosi di appositi meccanismi che consentano di sorvegliare le operazioni a cura di terzi. Inoltre, in caso di mancanze, essi dovranno prendere gli opportuni provvedimenti, perché la DLT, per quanto curata da terzi, è uno strumento tramite il quale essi esercitano la propria attività. Infatti, la circostanza che entrambi i provvedimenti gravano, rispettivamente, il gestore della infrastruttura e il responsabile del registro dell'onere della prova di aver adottato tutte le tecniche e cautele adeguate in relazione all'attività svolta e al danno che questa può in concreto causare appare conseguenza del fatto che essi rispondono delle conseguenze dannose dell'attività che organizzano e gestiscono, pur ricorrendo in parte alla prestazione di funzioni da parte di terzi.

Tale lettura e probabilmente, più in generale, l'impostazione del Regime pilota e del Decreto centrata sul ruolo del gestore dell'infrastruttura sono forse in controtendenza con l'aspettativa che la DLT realizzi una gestione orizzontale, paritaria, diffusa delle operazioni di scambio e di circolazione dei beni [55]. Esse, tuttavia, sembrano preferibili perché privilegiano l'identificazione di ruoli e compiti da ri-

[53] Cfr. invece, in materia di appalto, Cass. civ., sez. III, 10 maggio 2024, n. 12839, Cass. civ., sez. III, 29 dicembre 2023, n. 36399, Cass. civ., sez. III, 12 luglio 2023, n. 19919, secondo cui il committente risponde dei danni verso i terzi solo quando abbia scelto un affidatario manifestamente inadeguato oppure abbia dato a questi istruzioni vincolanti, proprio perché l'appaltatore esercita in proprio un'attività a cui, di principio, il committente è estraneo.

[54] Cfr. A. TINA, (nt. 13), 55, che rileva come l'art. 7, par. 6, Reg. delinei «più che un regime di responsabilità in senso proprio, un regime di responsabilità oggettiva o, più propriamente, di garanzia e di distribuzione (a carico del gestore) dei rischi associati alla implementazione e all'utilizzo della tecnologia a registro distribuito».

[55] V. sul punto A. TINA, (nt. 13), 53.

ferirsi a un unico centro di imputazione allo scopo di definire, anche in un contesto sperimentale come quello del Regime pilota, un assetto per accrescere la fiducia degli investitori.

5. *Emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale: semplificazioni; sicurezza e accessibilità degli strumenti finanziari.*

Con riguardo alle opportunità generate dalla DLT che i due provvedimenti intendono cogliere, l'emissione in forma digitale degli strumenti finanziari può, tra l'altro: ridurre il numero di intermediari coinvolti nella circolazione; attenuare i rischi di emissione e circolazione (quali emissione in mancanza di deliberazione, duplicazione abusiva, contraffazione, sottrazione o smarrimento); facilitare l'esercizio dei diritti incorporati nello strumento finanziario o a questo relativi.

Nelle società con strumenti finanziari destinati alla negoziazione su un MTF, altrimenti soggette alla gestione dematerializzata [56], la combinazione di Regolamento e Decreto consente di passare a un sistema di emissione e circolazione, che richiede un solo soggetto – il responsabile del registro – in luogo del depositario centrale e degli intermediari impegnati nella tenuta delle scritturazioni [57]. Da questo punto di vista, l'opzione digitale è semplificante.

Per le società che non hanno strumenti finanziari negoziati su sistemi multilaterali di negoziazione e per le quali non sussiste obbligo di dematerializzazione, l'emissione in forma digitale degli strumenti finanziari implica il ricorso al responsabile del registro, che, per la ragione appena indicata, costituisce, anche rispetto alla dematerializzazione volontaria, almeno una riduzione del numero di intermediari autorizzati coinvolti, mentre comporta la necessità di un intermediario rispetto all'emissione cartacea dei titoli, sicché in questo caso potrebbe essere meno conveniente [58].

L'opportunità per le società di rinunciare all'emissione cartacea dipende quindi dalla differenza tra il probabile maggior costo dell'emissione in forma digitale – costo che tuttavia si riduce quando il responsabile del registro sia lo stesso emittente – e i benefici che la forma digitale produce in punto di facilità dell'esercizio dei diritti connessi o inerenti agli strumenti finanziari e di sicurezza della circolazione di questi ultimi.

---

[56] Art. 3, par. 1, Reg. (UE) n. 909/2014 («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»).

[57] N. De Luca, (nt. 19), 232 ss.

[58] Non si prende in esame la mancata emissione di titoli ai sensi dell'art. 2346 c.c. che è un'opzione sicuramente meno costosa, ma di solito preferita da società per azioni di minori dimensioni.

La facilità dell'esercizio dei diritti si realizza in particolare quando l'emittente è anche responsabile del registro, perché in tale caso questi verifica direttamente [59] la legittimazione. Altrimenti, tale verifica richiederà la collaborazione del responsabile del registro designato e il vantaggio rispetto all'esibizione delle certificazioni dell'intermediario nel sistema con dematerializzazione potrebbe essere meno apprezzabile.

Con riguardo alla sicurezza nella circolazione, l'impiego di *token* e DLT dovrebbe, per le caratteristiche sopra richiamate della tecnologia, comportare minori rischi, sebbene non si possano escludere a priori vicende patologiche.

L'uso della *chartula* potrebbe però continuare a costituire un vantaggio del 'vecchio' sistema per facilità d'uso e immediatezza nella detenzione degli strumenti finanziari da parte del titolare. Le applicazioni di portafoglio digitale, che costituiscono l'interfaccia per disporre degli strumenti finanziari emessi in forma digitale, competono quanto a facilità di impiego, ma generano qualche criticità sotto il secondo aspetto, almeno quando implicano l'attribuzione della detenzione dei mezzi di accesso agli strumenti finanziari digitali a un soggetto diverso dal titolare. Per le cripto-attività che non sono strumenti finanziari è infatti diffusa la prassi per cui i mezzi di accesso a tali beni, segnatamente le chiavi crittografiche, in particolare quella privata, sono nella disponibilità della piattaforma di scambi delle cripto-attività, che sviluppa anche l'applicazione per il portafoglio digitale. La custodia delle chiavi da parte dell'intermediario riduce i rischi di smarrimento, ma costituisce un possibile punto debole del sistema perché facile occasione di comportamenti disonesti.

Anche sulla scorta di tale prassi, il Decreto stabilisce che i mezzi di accesso agli strumenti finanziari in forma digitale, incluse le 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» (art. 17 Decreto). Il regolamento d'attuazione della Consob [60] richiede che il responsabile del registro indichi, nella domanda di autorizzazione all'iscrizione nell'elenco e nel documento informativo, i modelli operativi per il controllo dei mezzi di accesso agli strumenti finanziari digitali. In tal modo la detenzione dei mezzi di accesso da parte di soggetti diversi dal titolare viene riservata a soggetti, il gestore dell'infrastruttura di mercato DLT o il responsabile del registro, qualificati o comunque sottoposti a un regime di riserva di attività e di vigilanza.

A ciò si aggiunga che, ai sensi del Regolamento, il gestore dell'infrastruttura

[59] V. art. 5, terzo comma, Decreto, secondo cui la verifica della legittimazione all'esercizio dei diritti connessi agli strumenti finanziari digitali è effettuata dall'emittente sulla base delle scritturazioni del registro.

[60] CONSOB, (nt. 45), Allegati 2 e 3.

di mercato DLT, che detiene i mezzi di accesso agli strumenti finanziari digitali, deve separare «i fondi, le garanzie reali e gli strumenti finanziari DLT dei membri, dei partecipanti, degli emittenti o dei clienti che utilizzano l'infrastruttura di mercato DLT e i mezzi di accesso a tali beni da quelli del gestore, nonché da quelli di altri membri, partecipanti, emittenti e clienti» (art. 7, par. 5, Reg.), secondo una regola quanto meno di separazione scritturale e operativa. Inoltre, il gestore non può fare uso dei fondi o degli strumenti finanziari del cliente senza consenso scritto dell'interessato (art. 7, par. 5, Reg.) [61]. Il caso meno rassicurante per i titolari degli strumenti potrebbe quindi essere quello in cui sia lo stesso emittente, in quanto responsabile del registro, a detenere i mezzi di accesso, perché per quest'ultimo non è ribadita un'analoga regola di separazione, ma è almeno sancito l'obbligo di impedire l'uso degli strumenti finanziari digitali da parte di soggetti diversi dall'avente diritto (art. 23, secondo comma, lett. *a*, Decreto).

I costi e benefici dell'emissione e della circolazione in forma digitale, in alternativa al regime di dematerializzazione e a quello cartaceo, sono quindi una variabile che dipende dal numero di intermediari che intervengono nella circolazione, dalla capacità della DLT di ridurre le vicende patologiche dell'emissione e della circolazione, ma anche dalla capacità delle norme di offrire agli investitori un meccanismo di rappresentazione degli strumenti finanziari che sia di fruizione agevole e sicura.

6. *Accesso alle infrastrutture di mercato.*

Un'ulteriore opportunità generata dalla DLT concerne l'ampliamento dell'accesso alle sedi di negoziazione.

Il Regolamento vorrebbe segnare un'inversione di rotta [62] rispetto alla riserva di accesso alle sedi di negoziazione Mifid, che, anche nel caso di MTF [63] e non solo di mercati regolamentati, è tradizionalmente privilegio di banche, imprese di

[61] Meno chiaro è se la separazione debba essere realizzata al livello della organizzazione interna del gestore dell'infrastruttura o se debba trovare riscontro anche nelle registrazioni sulla DLT, come prescrive l'art. 75, par. 7, MiCAR limitatamente alla distinta registrazione tra attività del prestatore del servizio e complesso delle attività dei clienti.

[62] Il considerando n. 5 Reg. sottolinea che la legislazione dell'Unione europea in materia di servizi finanziari non è sempre adatta alle cripto-attività che rientrano nella definizione di strumenti finanziari, tra l'altro perché «le piattaforme di negoziazione delle cripto-attività danno accesso diretto agli investitori non professionali, mentre di regola le sedi tradizionali di negoziazione consentono l'accesso agli investitori al dettaglio solo tramite intermediari finanziari».

[63] L'art. 53, par. 3, Mifid, che prevede il c.d. obbligo di intermediazione per i mercati regolamentati, è richiamato dall'art. 19, par. 2, Mifid per gli MTF, che stabilisce che gli «Stati membri prescrivono che le regole che disciplinano l'accesso a un sistema multilaterale di negoziazione soddisfino le condizioni stabilite all'articolo 53, paragrafo 3».

investimento e di un possibile terzo gruppo di altri soggetti [64] che il gestore del mercato o l'impresa di investimento possono ammettere.

Il considerando n. 26 del Regolamento afferma che quest'ultimo offre «un'esenzione temporanea da tale obbligo di intermediazione, al fine di fornire un accesso diretto agli investitori non professionali e consentire loro di negoziare per proprio conto, a condizione che siano predisposte garanzie adeguate in materia di protezione degli investitori» e che «tali investitori non professionali soddisfino determinate condizioni». Il Regolamento (art. 4, par. 2) infatti consente che, su richiesta del gestore di un MTF DLT, l'autorità competente autorizzi quest'ultimo ad ammettere al mercato, oltre ai soggetti a cui la Mifid già consente di operare su un MTF [65], anche persone fisiche e giuridiche per negoziare per conto proprio in qualità di membri o partecipanti. La stessa esenzione può essere concessa anche al gestore di un'infrastruttura di negoziazione e regolamento TSS DLT (art. 4, par. 5, e art. 6, par. 1, secondo cpv., lett. *b*, e par. 2, secondo cpv., lett. *b*, Reg.) [66].

La portata dell'autorizzazione a derogare dall'obbligo di intermediazione peraltro potrebbe essere meno dirompente di quanto appaia.

I requisiti [67] che le persone, fisiche o giuridiche, diverse da banche e imprese di investimento, devono soddisfare per accedere all'infrastruttura non sono troppo distanti dai requisiti richiesti dalla Mifid per il terzo gruppo di soggetti che possono essere ammessi a partecipare a un MTF tradizionale. Anzi il Regolamento prevede alcune condizioni ostative [68] che non ricorrono nel contesto Mifid e l'autorità

---

[64] L'art. 53, par. 3, Mifid stabilisce che «i mercati regolamentati possono ammettere in qualità di membri o partecipanti le imprese di investimento, gli enti creditizi autorizzati in virtù della direttiva 2013/36/UE e chiunque: a) goda di sufficiente buona reputazione; b) disponga di un livello sufficiente di capacità di negoziazione, di competenza ed esperienza; c) disponga, se del caso, di adeguati dispositivi organizzativi; d) disponga di risorse sufficienti per il ruolo che deve svolgere, tenendo conto delle varie disposizioni finanziarie eventualmente fissate dal mercato regolamentato per garantire l'adeguato regolamento delle operazioni».

[65] F. Annunziata, A.C. Chisari, P.R. Amendola, *DLT-Based Trading Venues and EU Capital Markets Legislation: State of the Art and Perspectives Under the DLT Pilot Regime*, in *The Italian L. J.*, 2023, 141 ss., ivi, 151.

[66] Anche un sistema di regolamento (SS DLT) può chiedere l'esenzione dall'obbligo di intermediazione per ammettere tra i partecipanti anche persone fiche e giuridiche in aggiunta a enti e operatori professionali previsti dall'art. 2, lett. *f*, Direttiva 98/26/CE, purché godano di sufficiente buona reputazione, dispongano di sufficienti capacità, competenza, esperienza, e conoscenza in relazione al regolamento, alla DLT e ai rischi, e abbiano prestato un consenso informato a tale inclusione (art. 5, par. 5, Reg.). Sul punto, G.P. La Sala, (nt. 7), 567.

[67] Sufficiente buona reputazione (requisito richiesto anche dall'art. 53, par. 3, lett. *a*, Mifid); livello sufficiente di capacità, competenza ed esperienza di negoziazione, compresa la conoscenza del funzionamento della tecnologia a registro distribuito (requisito sostanzialmente richiesto anche dall'art. 53, par. 3, lett. *b*, Mifid).

[68] Secondo l'art. 4, par. 2, Reg., i soggetti ammessi non possono essere *market maker* nell'MTF DLT; non utilizzano una tecnica di negoziazione algoritmica ad alta frequenza nell'MTF DLT; non

competente può chiedere al gestore dell'MTF DLT di prevedere misure a tutela delle persone fisiche ammesse come partecipanti o membri, proporzionate al relativo profilo di rischio. L'elemento che quindi dovrebbe consentire un più ampio accesso al mercato è costituito dalla circostanza che la Mifid impone che i partecipanti, diversi da imprese di investimento e banche, siano comunque dotati «se del caso, di adeguati dispositivi organizzativi» e di «risorse sufficienti» (art. 53, par. 3, lett. *c-d*, Mifid), con ciò richiedendo la qualificazione sostanzialmente professionale di tali membri e partecipanti aggiuntivi. Tali requisiti non sono invece imperativi per i partecipanti a un'infrastruttura DLT che fruisca dell'esenzione dall'obbligo di intermediazione. Pertanto, il Regolamento intende consentire l'accesso diretto a investitori non professionali.

Tuttavia, non è agevole prevedere se sussista un'apprezzabile domanda di accesso diretto alla negoziazione in strumenti finanziari DLT. La scelta del legislatore dell'Unione di consentire tale accesso discende da un'idea di partecipazione diretta ai mercati finanziari, in controtendenza con la filosofia tradizionale del risparmio 'intermediato', che è stata risvegliata dalla diffusione, in parte, del *trading on line* [69], e, soprattutto, dell'investimento in cripto-valute. Ma occorrerà verificare in concreto se il superamento dell'obbligo di intermediazione nell'accesso alla negoziazione su MTF DLT sarà in grado di attirare una nuova categoria di investitori a beneficio dell'afflusso di capitali su tali infrastrutture.

7. *DLT e* post-trading.

L'opportunità forse più ambiziosa che il legislatore dell'Unione europea vorrebbe cogliere è costituita dalla combinazione in un'unica entità di sede di negoziazione e sede di regolamento (TSS DLT), che può essere gestita alternativamente da un'impresa di investimento, un gestore di mercato o un depositario centrale [70] (art. 10, par. 1, Reg.).

---

forniscono ad altre persone l'accesso elettronico diretto all'MTF DLT; non negoziano per proprio conto quando eseguono ordini dei clienti sull'infrastruttura di mercato DLT; hanno dato un consenso informato alla negoziazione nell'MTF DLT in qualità di membri o partecipanti e sono stati informati dall'MTF DLT dei potenziali rischi connessi all'utilizzo dei suoi sistemi per negoziare strumenti finanziari DLT.

[69] Peraltro, il *trading online* di strumenti finanziari tradizionali non prescinde dall'intermediazione di imprese di investimento autorizzate, che operano dietro il 'filtro' delle applicazioni per l'investimento.

[70] G.P. La Sala, (nt. 7), 565. V. anche considerando n. 14 Reg. secondo cui «alla luce dei potenziali vantaggi della tecnologia a registro distribuito in termini di combinazione di negoziazione e regolamento, è giustificato prevedere un'infrastruttura di mercato DLT dedicata nel regime pilota, vale a dire il TSS DLT, che combina le attività normalmente svolte dai sistemi multilaterali di negoziazione e dai sistemi di regolamento titoli».

Le operazioni di *post-trading* tradizionale sono separate dalle operazioni di negoziazione, oltre che a propria volta articolate in sistemi di compensazione e sistemi di regolamento titoli. La separazione di attività e relativi responsabili risponde a un'esigenza di specializzazione dei rischi, che si annidano nella fase successiva alla negoziazione (rischi di controparte e di sostituzione; rischi di liquidità; rischi operativi) e al tempo stesso perseguono la volontà di incentivare la concorrenza in un settore tipicamente piramidale, con cospicue barriere strutturali all'entrata. Nello stesso Regolamento (considerando n. 14) si legge che le ragioni retrostanti alla struttura tradizionale del *post-trading* sono «scelte politiche» connesse «alla specializzazione dei rischi e alla disaggregazione al fine di incoraggiare la concorrenza».

Tuttavia il Regolamento non intende – si legge sempre nello stesso considerando – attivare una «revisione di fondo della separazione tra attività di negoziazione e funzioni di post-negoziazione o del panorama delle infrastrutture del mercato finanziario», ma più limitatamente provare ad associare le attività normalmente svolte da un sistema multilaterale di negoziazione e da un sistema di regolamento in un'unica entità, perché «l'uso della tecnologia a registro distribuito, grazie alla quale tutte le operazioni sono registrate in un registro distribuito, può accelerare e combinare la negoziazione e il regolamento quasi in tempo reale».

Tra le potenzialità della DLT è infatti stata messa in evidenza [71] anche la capacità di semplificare e accelerare le procedure di conciliazione e conferma per l'esecuzione degli scambi: l'uso del registro distribuito e di *smart contract* potrebbe abbreviare o, addirittura, azzerare il tempo di regolamento e così rendere certo l'adempimento. La DLT potrebbe quindi offrire un regolamento non solo simultaneo dell'operazione (nel quale il trasferimento del corrispettivo avviene solo a fronte del trasferimento degli strumenti [72]), ma anche istantaneo, ossia con trasferimento degli strumenti finanziari e pagamento del corrispettivo contestuali alla conclusione dell'operazione [73].

---

[71] R. PRIEM, (nt. 13), 11 ss.; ESMA, *Call for evidence On shortening the settlement cycle*, 5 ottobre 2023, par. 3 («On the technological side, Distributed Ledger Technology (DLT) could open up opportunities for efficiency improvements in the entire trading and posttrading life-cycle, including potentially instantaneous settlement»), e già ESMA, (nt. 34), 5, § 9; per il riferimento a un «*atomic settlement*» o «*atomic DvP*», F. ANNUNZIATA, A.C. CHISARI, P.R. AMENDOLA, (nt. 65), 158 nt. 56. Cfr. anche D.A. ZETZSCHE, J. WOXHOLTH, (nt. 13), 9, secondo cui la DLT potrebbe almeno ridurre il tempo del regolamento alla stessa giornata dell'operazione.

[72] BANCA D'ITALIA, *TARGET2-Securities: il regolamento delle operazioni in titoli*, reperibile in https://www.bancaditalia.it, 3; M. LEE, A. MARTIN, B. MÜLLER, *What Is Atomic Settlement?*, 7 novembre 2022, https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org. Ai sensi dell'art. 2, par. 1, n. 27, Reg. (UE) n. 909/2014, il regolamento è definito come consegna contro pagamento o DVP quando la consegna dei titoli si verifica solo se avviene il corrispondente trasferimento di contante e viceversa.

[73] Nel senso che il regolamento istantaneo è quello in cui lo scambio di corrispettivo e strumenti finanziari è simultaneo e contestuale alla conclusione dell'operazione: M. LEE, A. MARTIN, B. MÜLLER, (nt. 72).

Il Regolamento crea alcune condizioni perché si possa addivenire a tale risultato.

Con riguardo al termine di regolamento, il Regolamento richiede che il gestore dell'infrastruttura DLT [74] si doti di «procedure e dispositivi efficaci» affinché l'infrastruttura «regoli le operazioni in strumenti finanziari DLT quasi in tempo reale o in giornata e comunque non oltre il secondo giorno lavorativo successivo alla conclusione dell'operazione» e «comunichi pubblicamente le norme che disciplinano il sistema di regolamento» (art. 5, par. 7, Reg.) [75]. Resta applicabile, perché non sembra oggetto di possibile richiesta di esenzione nell'ambito del Regime pilota, l'art. 5, par. 2, Reg. (UE) n. 909/2014 [76], che fissa come termine massimo di regolamento il secondo giorno lavorativo successivo alla data dell'operazione. Tuttavia, tale norma non impedisce che il regolamento abbia luogo prima della seconda giornata lavorativa successiva alla data dell'operazione, ma prescrive solo che la data di regolamento non vada oltre tale termine [77]. Per il Regime Pilota il termine massimo è identico, ma è esplicitata e, forse, incoraggiata l'evenienza di un regolamento istantaneo, senza però imporla.

Un più significativo contributo in tal senso viene, allora, dalla possibile combinazione nell'unica struttura TSS DLT di sede di negoziazione e sede di regolamento, già ricordata. In ipotesi, un'infrastruttura MTF DLT e un'infrastruttura SS DLT potrebbero tra loro comunicare per raggiungere comunque il risultato di un regolamento istantaneo, ma la possibilità di combinare le due infrastrutture in una sola (TSS DLT) risolve almeno i problemi di interconnessione tra due strutture separate.

Inoltre, il Regolamento consente di realizzare entrambe le cc.dd. 'gambe'

---

[74] Può essere un CSD che gestisce un SS DLT (art. 5, par. 7, Reg.) o il gestore di un TSS DLT (art. 6, par. 1, secondo cpv., che rinvia all'art. 5, par. 7, Reg.).

[75] Questa condizione è necessaria se il gestore dell'infrastruttura intende essere esonerato dall'applicazione dell'art. 39 del Reg. (UE) n. 909/2014 (secondo cui «I CSD rendono note le norme che disciplinano il carattere definitivo dei trasferimenti di titoli e contante in un sistema di regolamento titoli. … I CSD prendono tutte le misure ragionevoli per garantire che, conformemente alle norme di cui al paragrafo 3, i trasferimenti di titoli e contante di cui al paragrafo 3 siano definitivi in tempo reale o nel corso della giornata e, in ogni caso, non oltre la fine del giorno lavorativo della data di regolamento effettivo»), che disciplina il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di regolamento tradizionale. Sul punto G.P. La Sala, (nt. 7), 569.

[76] Secondo l'art. 5, par. 2, Reg. (UE) n. 909/2014, «per quanto riguarda le operazioni su valori mobiliari di cui al paragrafo 1 eseguite in sedi di negoziazione, la data prevista per il regolamento non è successiva al secondo giorno lavorativo dopo la negoziazione».

[77] Proprio perché l'art. 5, par. 2, Reg. (UE) n. 909/2014 non preclude un regolamento anticipato, anche nel contesto dei sistemi di regolamento di strumenti finanziari tradizionali sono allo studio misure per abbreviare i tempi di regolamento. L'Esma (nt. 71), e Id., *Feedback statement. Call for evidence on shortening the settlement cycle*, 21 marzo 2024, ha lanciato una consultazione per raccogliere opinioni sia sulla riduzione di un giorno del termine di regolamento, allo stato fissato alla seconda giornata lavorativa successiva alla data dell'operazione per la maggioranza delle operazioni in strumenti finanziari negoziati su mercati regolamentati, sia sull'ipotesi di eseguire il regolamento nella stessa giornata della data dell'operazione.

dell'operazione di scambio in forma digitale. La componente relativa al trasferimento degli strumenti finanziari è realizzabile tramite DLT grazie all'esenzione, su richiesta, dall'applicazione di alcune norme in tema di dematerializzazione scritturale del Reg. (UE) n. 909/2014 [78], che permettono di sostituire tale sistema con il registro distribuito. La componente relativa al trasferimento del corrispettivo è realizzabile tramite DLT in quanto può essere chiesto l'esonero [79] dall'art. 40 Reg. (UE) n. 909/2014, secondo cui i CSD regolano i pagamenti in contanti tramite conti aperti presso una banca centrale o, in via eccezionale, presso un ente creditizio. Purché il regolamento sia «sulla base di consegna contro pagamento» a garanzia della simultaneità dello scambio, il gestore dell'infrastruttura DLT può, se ottiene tale esonero, effettuare il regolamento dei pagamenti tramite «moneta di banca centrale, anche in forma tokenizzata», o «tramite moneta di banca commerciale, anche in forma tokenizzata», oppure «utilizzando token di moneta elettronica» [80] (art. 5, par. 8, Reg.).

Il Regolamento, quindi, contribuisce a creare le condizioni per consentire agli operatori di valutare se sia possibile e opportuno ridurre o financo azzerare il tempo di regolamento delle operazioni.

Infatti, i vantaggi consistenti nella riduzione delle probabilità di inadempimento, della necessità di garanzie, del rischio di controparte e di volatilità si associano a possibili difficoltà tecniche di realizzazione [81] e a taluni svantaggi. Il regolamento istantaneo consente solo scambi in cui entrambe le parti hanno già a disposizione i beni (strumenti finanziari/denaro) oggetto dell'operazione e quindi richiede un immediato impegno di risorse [82] e preclude operazioni tra parti che non ab-

---

[78] L'art. 5, par. 2, Reg. consente a un CSD che gestisce un SS DLT di richiedere l'esenzione da alcune disposizioni del Reg. (UE) n. 909/2014, tra cui l'art. 3 Reg. (UE) n. 909/2014, quando l'uso di un conto titoli o di scritture contabili siano incompatibili con la DLT (v. G.P. La Sala, (nt. 7), 568) e purché siano rispettate norme di cautela per la registrazione degli strumenti finanziari sul registro distribuito, che garantiscano tra l'altro la corrispondenza con il numero totale degli strumenti emessi, la separazione degli strumenti finanziari di un soggetto dall'altro e non vi siano scoperti, saldi debitori o creazione e cancellazione impropria di titoli. La stessa esenzione può essere richiesta dal gestore di un TSS DLT (art. 6, par. 1, secondo cpv., Reg.).

[79] L'esonero è previsto dall'art. 5, par. 8, Reg. e può essere chiesto da un CSD che gestisce un SS DLT, ma anche dal gestore di un TSS DLT (art. 6, par. 1, secondo cpv., Reg.).

[80] P. Leocani, U. Malvagna, A. Sciarrone Alibrandi, A. Tranquillini, (nt. 34), 78; G. La Sala, (nt. 7), 568.

[81] Nel senso che le «nuove tecnologie distribuite applicate al regolamento dei titoli non sembrano ancora tali da costituire un'alternativa alle funzionalità, estremamente avanzate, di T2S», cioè della piattaforma paneuropea di regolamento titoli (che allo stato non include strumenti finanziari DLT), C. Mastropasqua, A. Intonti *et al.*, *T2S – TARGET2-Securities – La piattaforma paneuropea per il regolamento dei titoli in base monetaria*, Banca d'Italia, n. 4, maggio 2021, 1 ss., ivi, 7 e 5; per ulteriori considerazioni sugli ostacoli alla realizzazione di un sistema di negoziazione e regolamento in tempo reale, A. Tina, (nt. 13), 56 s.

[82] Con riferimento al regolamento di strumenti finanziari non DLT e negoziati su strutture finan-

biano già la disponibilità degli strumenti finanziari con ciò riducendo il volume degli scambi.

Per ragioni analoghe, il regolamento istantaneo potrebbe inoltre non essere desiderabile perché impedisce il regolamento mediante compensazione e pertanto impegna un maggior quantitativo di strumenti finanziari e liquidità, laddove il differimento del regolamento e il meccanismo di compensazione consentono di impiegare solo i beni necessari a dare esecuzione alla posizione netta riveniente dalla somma algebrica di tutte le operazioni di un partecipante in un determinato ciclo di regolamento [83]. Tuttavia, tale svantaggio dovrebbe essere comparato con il vantaggio costituito dalla riduzione del rischio di inadempimento anche in chiave sistemica, perché il regolamento istantaneo non solo evita l'inadempimento della singola operazione, ma scongiura anche inadempimenti a catena [84].

Ancora, è stato osservato [85] che, sebbene il regolamento istantaneo azzeri il rischio di inadempimento e produca, da tale punto di vista, un incremento di efficienza, potrebbe generare una contrazione del volume degli scambi per una diversa ragione. Il soggetto che compra dall'uno per rivendere all'altro, come fanno gli intermediari, potrebbe infatti rinunciare a vendere perché, in un sistema di regolamento in cui il venditore deve avere già i beni al momento dello scambio, il potenziale compratore potrebbe sfruttare tale informazione a proprio favore e proporre offerte di acquisto per prezzi troppo bassi al punto da far desistere l'intermediario dalla vendita [86].

Non è quindi scontato che le scelte dei gestori delle infrastrutture DLT, e in particolare di TSS DLT, conducano all'azzeramento dei tempi di regolamento [87].

---

ziarie tradizionali, ESMA, (nt. 77), § 8, 9, rileva il rischio di una contrazione di liquidità causato dalla necessità della preliminare disponibilità di strumenti finanziari e corrispettivo.

[83] Per la differenza tra sistemi di regolamento su base netta o mediante compensazione e sistemi di regolamento su base lorda, P. BRAMINI, M. COLETTI, F. DI STASIO, P. MOLINA, V. SCHINA, M. VALENTINI, *Target2 il sistema europeo per il regolamento dei pagamenti di importo rilevante*, Banca d'Italia, 2021, n. 9, 10.

[84] C. MASTROPASQUA, A. INTONTI *et al*., (nt. 81), 11, nt. 17, che spiegano altresì (sul punto anche BANCA D'ITALIA, (nt. 72), 2) che l'attuale piattaforma paneuropea per il regolamento delle operazioni in titoli opera su base lorda, cioè ogni transazione è regolata singolarmente e in modo distinto dalle altre senza effettuare compensazioni.

[85] M.J. LEE, A. MARTIN, R.M. TOWSEND, *Optimal Design of Tokenized Assets*, agosto 2022, reperibile alla pagina https://ssrn.com, 3 e 12 s., prospettano un problema di «*hold-up*» in caso di regolamento titoli su DLT. Gli AA. non si riferiscono espressamente alla capacità della DLT di realizzare il regolamento in modo istantaneo e simultaneo, ma più ampiamente all'idoneità di programmare sulla DLT gli scambi in modo vincolante e automatico, grazie al funzionamento delle regole informatiche, e quindi con il medesimo effetto.

[86] M.J. LEE, A. MARTIN, R.M. TOWSEND, (nt. 85), 12 s.

[87] Nel senso che la mancata riduzione del tempo di regolamento non dipenderebbe da limiti tecnici della DLT, ma da preferenze degli operatori a tale riguardo per le ragioni esposte nel testo: P. KLIMOS, (nt. 13), 207; D.A. ZETZSCHE, J. WOXHOLTH, (nt. 13), 9, Con riferimento al regolamento di

D’altra parte, non è neppure certo che tali scelte convergano per una soluzione operativa uniforme, oppure diano luogo a concorrenza tra infrastrutture anche per tale profilo.

strumenti finanziari non DLT e negoziati su strutture finanziarie tradizionali, ESMA (nt. 77), § 8, 9, rileva che i partecipanti alla consultazione hanno mostrato un interesse alla riduzione del termine di regolamento dalla seconda alla prima giornata lavorativa dalla data di operazione, laddove la maggioranza dei partecipanti si è mostrata sostanzialmente contraria a un ulteriore accorciamento della finestra temporale.

La nuova disciplina europea delle cripto-attività: un passo avanti (e due indietro)?

The new regulatory framework for crypto-assets: one step forward (and two steps back)?

Claudia Sandei*

ABSTRACT

Il lavoro, nel rilevare alcune ambiguità e difetti del nuovo quadro europeo sul diritto delle cripto-attività, sollecita una riflessione in merito all'opportunità (specialmente ai modi ed ai tempi) della riforma intrapresa dalla Commissione, con riferimento soprattutto alla sua effettività.

The article aims to demonstrate that the new EU *crypto-asset regulation is far from providing certainty, casting the doubt whether a bespoke regime was really needed.*

SOMMARIO:

1. Il nuovo *framework* europeo per uno sviluppo sostenibile della cripto-economia nella prospettiva internazionale. Modelli e poteri a confronto. – 2. Dal regolamento MiCA al disegno di legge federale statunitense (c.d. FIT21): primi segnali di una convergenza transatlantica UE-USA? – 3. Certezza *vs* flessibilità: i limiti del "sistema" europeo. – 4. Armonizzazione e territorialità. – 5. Dalla *rule of law* attraverso la *rule of code*: l'importanza dell'enforcement.

1. *Il nuovo* framework *europeo per uno sviluppo sostenibile della cripto-economia nella prospettiva internazionale. Modelli e poteri a confronto.*

Regolamentare! Sembrerebbe essere questa, in estrema sintesi, la parola d'ordine dell'Unione Europea di fronte al dilagante fenomeno della digitalizza-

* Professoressa ordinaria di diritto commerciale, Università degli Studi di Padova; email: claudia.sandei@unipd.it.

zione. A cominciare dal GDPR [1], passando per il DSA [2] ed il DMA [3], per arrivare al Pilot [4] e poi al MiCA [5], fino all'AI Act [6], giusto per citare i principali, numerosi ed ampi sono stati invero i provvedimenti, meglio i regolamenti, come tali direttamente applicabili, attraverso cui il Parlamento e la Commissione stanno, passo dopo passo, tentando di indirizzare lo sviluppo delle tecnologie digitali in Europa, in un'ottica che potremmo definire di integrazione e soprattutto di sostenibilità, anzitutto economica, oltre che ambientale [7] e sociale [8].

Lasciando da parte la questione della tutela della c.d. sovranità, che perlomeno per quanto concerne il comparto finanziario a cui sono dedicate queste riflessioni, non sembra al momento soffrire alcuna minaccia [9], è chiaro che l'Europa muove

[1] Reg. (UE) 2016/679 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 aprile 2016, relativo alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati e che abroga la direttiva 95/46/CE (*General Data Protection Regulation*: d'ora in avanti GDPR).

[2] Reg. (UE) 2022/2065 del Parlamento europeo e del Consiglio del 19 ottobre 2022 relativo a un mercato unico dei servizi digitali e che modifica la direttiva 2000/31/CE (*Digital Services Act*: DSA).

[3] Reg. (UE) 2022/1925 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 settembre 2022 relativo a mercati equi e contendibili nel settore digitale e che modifica le direttive (UE) 2019/1937 e (UE) 2020/1828 (*Digital Markets Act*: DMA).

[4] Reg. (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.

[5] Reg. (UE) 2023/1114 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2023, relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 1095/2010 e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/1937 (*Markets in Crypto-Asset*: d'ora in avanti MiCA).

[6] Reg. (UE) 2024/1689 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 giugno 2024, che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale e modifica i regolamenti (CE) n. 300/2008, (UE) n. 167/2013, (UE) n. 168/2013, (UE) 2018/858, (UE) 2018/1139 e (UE) 2019/2144 e le direttive 2014/90/UE, (UE) 2016/797 e (UE) 2020/1828 (*Artificial Intelligence Act:* d'ora in avanti AI Act).

[7] In arg. v. F. Riganti, M. Siri, *Cripto-attività e sostenibilità ambientale*, in *Cripto-attività*, a cura di F. Annunziata, A. Sciarrone-Alibrandi, Bologna, il Mulino, 2024, 283 ss.

[8] Sulle scelte di fondo della politica europea in questo contesto, v. EPRS, *The global reach of the EU's approach to digital transformation*, 2024, https://www.europarl.europa.eu. E più nello specifico, sulla necessità di assicurare un maggior coordinamento fra la dimensione tecnologica e quella ESG, si veda la Comunicazione della Commissione europea al Parlamento e al Consiglio del 29 giugno 2022, *2022 Strategic Foresight Report Twinning the green and digital transitions in the new geopolitical context*, COM(2022) 289 *final*.

[9] Come infatti ha evidenziato anche il Fondo Monetario Internazionale in un recente studio dedicato agli effetti macroeconomici del fenomeno, l'ipotesi che economie avanzate, come quella europea o anche statunitense, possano sperimentare una crisi della sovranità monetaria appare piuttosto remota, dovendosi piuttosto ammettere che «the risk of currency substitution ("cryptoization") is particularly pertinent for countries with unstable currencies and weak monetary frameworks». Parimenti si stima che anche il rischio finanziario sia limitato, in considerazione del fatto che «many

da una posizione di debolezza economica rispetto ad altre realtà più avanzate, come la Cina e gli Stati Uniti [10].

Eppure, se da un lato questa condizione sembra poter giustificare l'imponente sforzo regolatorio, dal sapore quasi protezionistico, messo in campo in questi anni essenzialmente a difesa degli operatori e degli utenti europei, dall'altro viene da chiedersi se un siffatto approccio non sia eccessivo o peggio ancora, controproducente [11].

La questione non è nuova: già al tempo del GDPR, si ricorderà, una parte della dottrina si era dichiarata scettica circa la capacità conformativa del diritto unionale, paventando il rischio che le maglie (troppo) strette del regolamento potessero limitare le capacità di sviluppo e di attrattività del mercato europeo nei confronti degli operatori stranieri [12]. In realtà il risultato finale è stato l'opposto: le imprese (anche straniere) del digitale si sono adeguate [13] e piano piano, da strumento locale, il GDPR è riuscito ad affermarsi come modello globale, confermando così le aspirazioni dell'Europa all'esercizio di una sorta di "*regulatory power*" [14].

---

traditional financial institutions are not very exposed to crypto assets» (IMF, *G20 Note on the Macrofinancial Implications of Crypto Assets*, 2023, spec. 7 e 15, https://www.imf.org; analog. IMF-FSB, *Synthesis Paper: Policies for Crypto-Assets*, 2023, https://www.fsb.org).

[10] In generale sul *gap* tecnologico dell'area Euro, v. da ultimo i dati contenuti nel report curato da M. Draghi, *The future of European competitiveness, Part A. A competitiveness strategy for Europe*, 2024, spec. 20, https://commission.europa.eu, ove si evidenzia come, non soltanto il mercato delle soluzioni tecnologiche (*cloud*, IA e computer quantici, su tutte) sia estremamente concentrato a favore delle società statunitensi, ma anche la capacità di investimento (tanto degli USA, quanto della Cina e degli altri paesi asiatici) sia di molto superiore a quella europea. E infatti i dati puntuali indicano una condizione di polarizzazione del mercato delle cripto, sia in termini di domanda che soprattutto di offerta a vantaggio proprio di queste ultime realtà (ESMA, *Crypto assets: Market structures and EU relevance*, 2024, spec. 10 ss., https://www.esma.europa.eu).

[11] Per qualche considerazione in argomento, v. M. Lehmann, MiCAR-*Gold Standard or Regulatory Poison for the Crypto Industry?*, in *EBI Working Paper Series*, 160, 2024.

[12] Come il più recente AI Act, invero, anche il GDPR rivendica un'applicazione per così dire extra-territoriale, le sue prescrizioni dovendo risultare vincolanti per qualsiasi soggetto, di qualunque nazionalità, che abbia comunque a trattare professionalmente i dati (di interessati) europei (art. 3 GDPR). Appena diversa la scelta dell'AI Act, il cui campo di applicazione si estende a chiunque costruisca o utilizzi sistemi o risultati di intelligenza artificiale per attività professionali da svolgersi sul territorio europeo (art. 2, par. 1, AI Act). Da ultimo, questo stesso criterio della destinazione territoriale dell'attività vale anche per i regolamenti sulle cripto-attività oggetto del presente contributo (art. 2, par. 1, MiCA), con la differenza, però, che questi non ammettono la prestazione di servizi da parte di soggetti che non abbiano una qualche organizzazione stabile all'interno dell'Unione Europea.

[13] F. Boroomand, A. Leiponen, G. Vasudeva, *Does the market value attention to data privacy? Evidence from US-listed firms under the GDPR*, in *Wharton Mack Institute working paper*, 2022, https://mackinstitute.wharton.upenn.edu.

[14] A. Bendiek, I. Stuerzer, *The Brussels Effect, European Regulatory Power and Political Capital: Evidence for Mutually Reinforcing Internal and External Dimensions of the Brussels Effect from the European Digital Policy Debate*, in *Digital Society*, 2/2023.

Le stesse aspirazioni che ora sembrano animare la nuova disciplina europea delle cripto-attività, da molti a ragione definita pionieristica [15], trattandosi a conti fatti del primo deciso tentativo di un ordinamento (fra l'altro a struttura sovranazionale) di dotarsi di una regolamentazione "*comprehensive*" [16], ovverossia al contempo estesa e dettagliata, per quanto frammentata, appositamente dedicata a questo specifico fenomeno. È invero inutile, a maggior ragione in questa sede, ricordare che, poco dopo il regolamento Pilota per l'emissione e la circolazione degli strumenti finanziari in DLT, il Parlamento europeo ha approvato un secondo regolamento, il c.d. MiCA, recante la disciplina applicabile a tutti (o quasi [17]) i *token* diversi da quelli di natura finanziaria ed i relativi servizi [18].

2. *Dal regolamento* MiCA *al disegno di legge federale statunitense (c.d.* FIT21*): primi segnali di una convergenza transatlantica* UE-USA*?*

Torneremo più avanti (spec. *infra* parr. 3 e 4) ad occuparci più diffusamente dei confini oggettivi del progetto europeo, e in particolare del MiCA, stante l'importanza centrale che a questo elemento sembra doversi tributare nell'ambito di una valutazione, quale quella che ci si accinge a compiere, finalizzata a saggiare l'effettiva portata della novella. Per ora ci basti qui dire che, a dispetto delle svariate ragioni di debolezza, anche strutturali, che caratterizzano tale (complessa) riforma, non a caso lungamente dibattuta [19], dai primi dati sembrerebbe che – proprio come il GDPR – anche quest'ultimo intervento possa col tempo sperare di assurgere a modello per altri ordinamenti, anche molto significativi, come gli Stati Uniti, dove già qualche mese fa è stata presentata una proposta di legge federale (identificata dall'acronimo FIT21) dedicata proprio alle cripto-attività [20].

---

[15] WEF, *Digital Assets Regulation: Insights from Jurisdictional Approaches*, Insight Report October 2024, spec. 3 e 9, https://www.weforum.org, ove si riferisce (p. 5) anche di una coeva indagine della BIS a mente della quale sarebbe ormai evidente la tendenza regolatoria (: in oltre due terzi delle giurisdizioni campionate ci sarebbe o ci sarà presto una disciplina di qualche tipo dedicata alle cripto-attività).

[16] Il legislatore europeo sembra invero essere andato molto oltre i suggerimenti di *policy* formulati dalla IOSCO (IOSCO, *Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets. Final Report*, 2023, https://www.iosco.org).

[17] V. art. 2, parr. 3 e 4, MiCA.

[18] Il quadro tracciato dal Pilot e dal MiCA hanno trovato infine piena attuazione nel nostro ordinamento con l'approvazione rispettivamente del d.l. 17 marzo 2023, n. 25 (poi conv. con modif. nella l. 10 maggio 2023, n. 52) in vigore dal 16 maggio 2023 e relativo reg. CONSOB n. 22923/2023, nonché del d.lgs. 5 settembre 2024, n. 129, in vigore dal 14 settembre 2024.

[19] Si ricorderà infatti che la proposta iniziale risale al 20 settembre 2020.

[20] H.R. 4763, "The Financial Innovation and Technology for the 21st Century Act (FIT21)".

Va da sé che il cammino parlamentare, a maggior ragione di un provvedimento per molti aspetti complesso come il FIT21, è ancora lungo e il suo esito (a maggior ragione dopo il cambio di Presidenza) estremamente incerto [21], motivo per cui sarebbe assolutamente prematuro discorrere di un possibile "*Brussels effect*". Tanto più che – come vedremo (v. *infra* par. 3) – il testo oggi allo studio del Congresso presenta tante e tali particolarità contenutistiche che sarebbe riduttivo e probabilmente inesatto etichettare il FIT21 come una versione a stelle e strisce del MiCA, trattandosi piuttosto di un'alternativa. Resta il fatto, ed è giustappunto da qui che ha origine la nostra riflessione, che dopo aver intrapreso e sostenuto un approccio più conservativo, essenzialmente basato sulla tecnica interpretativa del "*wait-and-see*", anche il governo statunitense parrebbe ora determinato ad abbracciare la strada inaugurata dall'Unione Europea della creazione di un c.d. *bespoke regime*, la quale quindi sembrerebbe legittimarsi come la migliore soluzione (disponibile) [22].

Sennonché, prima di formulare giudizi di valore, c'è un dato per così dire strutturale, che merita di essere messo in evidenza, ed è che per potersi giustificare ed innestare fluidamente, un diritto speciale (quale che sia) deve fondarsi su categorie isolabili, ciò che oggettivamente non è facile assicurare nell'eterogeneo campo delle cripto-attività, dove l'unico elemento comune di discontinuità sicuro rispetto alle fattispecie tradizionali (strumenti finanziari, beni, denaro) sembra essere rappresentato dall'uso della DLT. Per cui viene da chiedersi se, in un'ottica *in primis* di certezza del diritto e poi anche di valorizzazione della concorrenza, la scelta di regolare autonomamente questo fenomeno (al di là del contenuto specifico dei provvedimenti) sia stata la più opportuna o se, invece, questo approccio, di cui anche il FIT21 rappresenta a suo modo espressione, non rischi – come ha sentenziato qualche anno orsono l'ex direttore della *Securities and Exchange Commission* degli Stati Uniti (SEC) – di stravolgere il sistema «just to fit a technology» [23].

---

[21] Dopo il voto favorevole della Camera di questa primavera, resta da capire come si orienterà il Senato, tenuto conto delle obiezioni pubblicamente manifestate dal Presidente Biden nei confronti di un atto collegato al FIT21, che pure sembrerebbe configurare un contenimento del ruolo della SEC (Cfr. *A Message to the House of Representatives on the President's Veto of H.J.Res. 109*, 31 maggio 2024, reperibile al seguente indirizzo: https://www.whitehouse.gov).

[22] Per alcune considerazioni generali sul metodo, cioè sulla problematica connessa alla scelta di una o più opzioni regolatorie per il *fintech*, ci sia consentito il rinvio a C. SANDEI, Fintech, quo vadis? *Un'introduzione allo studio del diritto europeo del* fintech, in *Diritto del* fintech[2], a cura di M. Cian, C. Sandei, Milano, Wolters Kluwer, 2024, spec. XXXV ss.

[23] TIM FRIES, *SEC Chairman Jay Clayton: 'I'm not going to change rules just to fit a technology'* (The Tokenist, 15 settembre 2019), https://tokenist.com.

3. *Certezza* vs *flessibilità: i limiti del "sistema" europeo.*

Restando per ora al contesto europeo, il problema riguarda particolarmente il MiCA e la decisione, per vero neppure troppo convinta, del legislatore comunitario di convogliare in quell'unico provvedimento una serie di istanze e realtà solo in parte identificate e identificabili (si pensi ai *token* c.d. ibridi), andando così oltre quello che, a ben vedere, era il progetto a suo tempo manifestato nella c.d. *Digital Finance Strategy*, dalla cui (ri)lettura si evince nitidamente come l'obiettivo primario della Commissione fosse quello di internalizzare normativamente i vantaggi che la DLT è in grado di apportare nell'ambito dei servizi finanziari, degli investimenti e soprattutto dei pagamenti [24]. Quindi, di (permettere agli operatori di) costruire un sistema efficiente come quello dei bitcoin o delle allora emergenti *stablecoin* (Libra, ora ridenominata Diem), soltanto più sicuro anche per la conservazione della stabilità monetaria. Obiettivo poi effettivamente realizzatosi con l'emanazione del regolamento pilota per la gestione dei valori mobiliari e l'introduzione ad opera del MiCA di una disciplina dedicata agli *e-money token* (EMT) ed agli *asset referenced token* (ART), cioè con la messa in atto di due riforme entrambe indispensabili per lo sviluppo della tecnologia DLT nel settore finanziario (con accezione ampia), fra loro complementari e tendenzialmente coerenti [25].

Sappiamo però che il MiCA si occupa anche d'altro (titolo II) ed è proprio questo di più a creare una serie di problemi interpretativo-sistematici, non riuscendo facile comprendere perché il legislatore europeo abbia voluto estendere il proprio raggio d'azione anche ai *token* diversi da quelli appena citati (*security token* e *stablecoin*), considerato che si tratta di strumenti per definizione estranei ai comparti di cui sopra e dunque alle priorità a suo tempo stabilite. E ancora perché abbia deciso di regolarli all'interno di un *framework* chiaramente derivato (para-finanziario), anziché in uno separato e indipendente, non riuscendosi a trovare una valida motivazione per cui un emittente che voglia collocare un *token* per l'appunto *non* finanziario debba darne previa notizia all'Autorità nazionale di vigilanza del mercato (in Italia la CONSOB *ex* art. 3, secondo comma, d.lgs. n. 129/2024) e perché quest'ultima debba a sua volta trasmettere le informazioni ricevute all'ESMA (art. 8, parr. 1 e 7, MiCA). O, ancora, perché un soggetto che intenda gestire un *exchange* o erogare un qualsiasi altro servizio avente ad oggetto esclusivamente *token* non finanziari abbia l'obbligo di conformarsi alle stesse regole (organizzative e di esercizio) fissate per i *provider* attivi nel diverso (e in teoria più complesso e rilevante, sotto ogni punto di vista) ambito degli EMT e/o ART (v. titolo V del MiCA).

---

[24] Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni relativa a una strategia in materia di finanza digitale per l'UE, COM(2020) 591 final, del 24 settembre 2020. Si v. in partic. il par. 4.2.

[25] Su questi aspetti, sia consentito il rinvio a M. CIAN, C. SANDEI, *Le cripto-attività: spunti per un inquadramento concettuale e disciplinare*, in *Cripto-attività*, (nt. 7), 227, spec. 229 s.

A rigor di logica sembrerebbero invero non darsi troppe alternative, nel senso che *i*) o si assume un criterio di classificazione semplice, fondato essenzialmente sul contenuto (comunque) documentato, nel qual caso bisogna escludere che possa esserci una commistione di piani (e quindi di disciplina) tra le diverse fattispecie di *token* (*utility*, *security*, *currency*), oppure *ii*) se si ritiene di dover attribuire rilevanza *anche* ad altri elementi, segnatamente alla funzione sociale, immaginando che sia questa (o questi) a determinare in ultima istanza il rischio intrinseco portato dallo strumento digitale, e quindi la sua natura, bisogna ammettere che, perlomeno in presenza di determinate circostanze, anche i *token* incorporanti situazioni di per sé di utilità possano esprimere una qualche colorazione finanziaria. Ora, mentre la prima opzione, nel far leva su un elemento oggettivo, tendenzialmente verificabile a priori, può sostenere l'obiettivo della certezza (prevedibilità) del diritto, è di immediata evidenza che soltanto la seconda appare per contro in grado di valorizzare pienamente il criterio del rischio (*same risk*, *same rules*).

Non c'è, in buona sostanza, una soluzione di per sé migliore: dipende dagli obiettivi di politica legislativa che si intende favorire. L'importante essendo soltanto che, scelta un'impostazione, poi non si dia spazio anche all'altra, come sembra invece fare il legislatore del MiCA, quando, dopo aver isolato i *token* diversi sulla base del loro contenuto (*in primis* di utilità), finisce inspiegabilmente per assoggettarli alle cautele tipiche del sistema finanziario, lasciando così intendere che una qualche affinità o vicinanza sostanziale fra i *token* diversi e quelli finanziari in realtà esista. Dal momento che un siffatto "andirivieni" genera un'irreparabile perdita di coerenza normativa, la quale a sua volta comporta la sostanziale fragilità del costrutto legale.

Da questo punto di vista, il disegno di legge federale statunitense sui "*digital asset*" appare tecnicamente superiore al MiCA, nella misura in cui configura due sistemi distinti, rispettivamente per (l'emissione e la prestazione di servizi aventi ad oggetto) i *token* finanziari (diversi dalle *securities* tradizionali) e per quelli non finanziari. In particolare, mentre i primi, classificati come "*restricted digital assets*" vengono posti sotto il governo della SEC, i secondi, cioè le "*digital commodities*" sono affidati alla competenza della *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC). È noto infatti che, per la peculiare struttura bipartita dell'ordinamento statunitense, prima ancora di un problema di disciplina, lo sviluppo delle cripto-attività ha innescato un conflitto di competenze fra le citate autorità riconducibile essenzialmente ad una lettura non sempre concorde delle norme fondanti le rispettive attribuzioni [26]. Il punto di volta resta comunque, e non potrebbe essere altrimenti, la tassonomia degli *asset* crittografici, ed è qui, più ancora che sul (criti-

[26] Su questi aspetti relativi al contesto statunitense, v. M. DELL'ERBA, *From Inactivity to Full Enforcement: The Implementation of the "Do No Harm" Approach in Initial Coin Offerings*, in *Mich. Tech. L. Rev*., 2020, 175 ss., spec. 190 ss. E ora anche F. ANNUNZIATA, *Taxonomy of Cryptoassets and Financial Instruments: Where Do We Stand? Some Lessons From a* USA-EU *Comparative Analysis*, in *Bocconi Legal Studies Research Paper Series*, 2024, reperibile su ssrn.com

cato) versante regolatorio, che la proposta del FIT21 segna la distanza dal modello europeo. A cominciare dal criterio qualificatorio, che cambia significativamente: mentre il MiCA propone di distinguere i *token* unicamente sulla base del contenuto, il FIT21 – fedele all'impostazione tradizionale del "*contract of investment*" – predilige un approccio funzionale, come tale per definizione più elastico.

In aggiunta all'oggetto, la cui importanza non può all'evidenza essere disconosciuta, la recente proposta di legge federale impone invero di portare l'attenzione anche su una serie di altri elementi e, segnatamente, di valutare in concreto la struttura del *network* di riferimento del *token*, sia sotto un profilo oggettivo (di maturità tecnologica) che soggettivo (di concentrazione proprietaria). Ai fini della classificazione, non basta in altre parole considerare cosa viene promesso al *token holder*, occorre tenere conto anche del come questo vincolo è destinato a realizzarsi, visto che soltanto se la rete risulta adeguatamente decentralizzata, come nel caso di bitcoin, si può a ragione sostenere che effettivamente la sua valorizzazione dipende da fattori esogeni e che pertanto il titolo in sé e per sé non incorpora (più) la prospettiva di investimento tipica delle *securities*.

Da un lato, dunque, diversamente dal MiCA, il FIT21 sembrerebbe non aggiungere nulla al quadro sistematico tradizionale fondato sull'applicazione del c.d. *Howey test*, il suo unico scopo essendo quello di esplicitarne le coordinate in rapporto alle cripto-attività. Dall'altro, l'adozione di un modello classificatorio basato su una molteplicità di parametri, anche dinamici, sembra poter accomodare meglio il variegato e mutevole fenomeno dei valori crittografici, la cui complessità non può essere semplicemente disconosciuta, correndosi altrimenti il rischio di scambiare la parte per il tutto. Come sta accadendo in Europa, dove a causa dell'eccessiva rigidità del disegno classificatorio del MiCA è toccato finalmente all'ESMA – fuori dai regolamenti generali – tentare di risolvere (in sostanziale autonomia) il problema centrale della *token economy*, ovvero quello dell'atipicità e naturale ambivalenza dei *token* [27]. Circostanza quest'ultima che, all'evidenza, implica molto più che un mero spostamento del baricentro verso le fonti secondarie, nella specie di *soft law*, potendosi ragionevolmente discorrere di un sostanziale svuotamento dell'intera riforma. Anche perché merita ricordare che, a dispetto di alcune affermazioni di principio, il MiCA nasce già con dei limiti intrinseci per nulla trascurabili, il Considerando 22 prevedendo espressamente che dal regolamento devono intendersi esclusi (fra l'altro) tutti quei sistemi (quindi sia i prodotti che i servizi) basati su protocolli a gestione totalmente decentralizzata, cioè di fatto quelli a maggior tasso di innovazione [28]. Sistemi che, come detto, – forse anche

[27] ESMA, *Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*, ESMA75453128700-1323, 17 December 2024, https://www.esma.europa.eu.

[28] Sulle specificità, anche in prospettiva regolatoria, della DeFi, v. da ultimo il Joint Report pubblicato il 13 gennaio 2025 da ESMA e EBA, *Recent developments in crypto-assets (Article 142 of MiCAR*, ESMA75-453128700-1391, EBA/Rep/2025/01, https://www.eba.europa.eu).

per venire incontro alle istanze mosse dai fondi di investimento specializzati in soluzioni *blockchain*, che negli Stati Uniti sono molto sviluppati – trovano invece copertura nel FIT21 (*digital commodities*), che per questo appare maggiormente disponibile nei confronti del progresso tecnologico.

4. *Armonizzazione e territorialità.*

D'altro canto, senza che quanto si sta per dire suoni come l'ennesima critica al tentativo, comunque coraggioso, del legislatore eurounitario di ripristinare un certo ordine all'interno del sistema, bisogna riconoscere che il risultato è andato molto al di sotto le aspettative (dichiarate). Vuoi, come appena esplicitato, per la complessità intrinseca del fenomeno, vuoi anche a causa di una certa immaturità del quadro regolatorio di diritto comune pre-esistente.

Si ricorderà invero che quando, ancora agli albori della *token economy*, l'ESMA aveva provato a saggiare la tenuta del sistema, avviando una *survey* nella quale si chiedeva alle autorità nazionali quale avrebbe dovuto essere a loro giudizio il trattamento da riservare in concreto ad alcune specifiche cripto-attività al tempo già operative e diffuse tra il pubblico, le risposte erano state profondamente disomogenee. Al punto che di lì a poco la Commissione aveva deciso di lanciare la proposta del Pilot e del MiCA, anche proprio allo scopo di superare queste divergenze. Sennonché, basta rileggere il *report* riassuntivo stilato dall'ESMA a valle della citata consultazione [29], per capire che in realtà il problema ha radici così lontane e profonde, che nessuna legge speciale sui *token* potrebbe superarlo. Nel senso che, sicuramente, riportare le caratteristiche dei nuovi prodotti alle categorie ordinarie richiede uno sforzo di adattamento notevole; ma proprio perché i primi sono così particolari e innovativi, bisognerebbe che almeno le seconde, cioè le nozioni a monte (quelle della MiFID, per intenderci) fossero definite in modo completo e assolutamente coerente a livello eurounitario, ciò che invece ad oggi non risulta, per due ordini di motivi (almeno) [30].

Il primo è che, anche se i *token* non finanziari, o forse bisognerebbe dire "diversamente finanziari", sono ora disciplinati per regolamento (MiCA), la nozione di strumento finanziario – da cui, come è già stato evidenziato in precedenza, i primi sono derivati per sottrazione – continua ad essere affidata ad una direttiva (MiFID), cioè ad un atto per sua natura meno efficace sul piano dell'armonizzazione. Tanto è vero che una delle ragioni per cui in determinati casi le risposte qualificatorie fornite dalle autorità nazionali nell'ambito della citata *survey* sono

[29] ESMA, *Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 9 gennaio 2019, ESMA50-157-1391, spec. 19 ss., https://www.esma.europa.eu.

[30] M. LEHMANN, F. SCHINERL, *The Concept of Financial Instruments: Drawing the Borderline between* MiFID *and* MiCAR, in *EBI Working Paper Series*, 2024, spec. 3 ss. F. ANNUNZIATA, (nt. 26).

risultate disomogenee – e, quel che è peggio, il motivo per cui è possibile che continueranno a restare disomogenee, nonostante l'approvazione del regolamento MiCA – è proprio ascrivibile al fatto che non in tutti i sistemi nazionali vige un concetto di *security* uguale e costante, alcuni legislatori avendo ritenuto opportuno aggiungere ulteriori specificazioni alla MiFID.

In secondo luogo, mette conto considerare che in ogni caso la MiFID si fonda su una sistematica di provenienza aliena. Per cui, ad esempio, a poco vale che ora l'ESMA abbia chiarito che tutti gli strumenti tipici *tokenizzati*, come azioni, obbligazioni, e gli altri della lista di cui alla sezione C dell'allegato 1 della dir. 2014/65/EU, devono intendersi compresi nel campo di applicazione della MiFID, e non del MiCA, in quanto cripto-attività di natura certamente finanziaria, se poi negli ordinamenti nazionali queste nozioni sono concepite in termini fra loro non perfettamente coincidenti [31].

Il tema, che potremmo impropriamente definire "semantico", è stato oggetto di indagine soprattutto da parte degli studiosi del diritto internazionale privato, i quali hanno osservato come, per esempio, il concetto di moneta o denaro ("*currency*") sia destinato ad assumere significati diversi, a seconda che si assuma una prospettiva più generale, di diritto internazionale privato, ovvero una prospettiva più domestica di diritto sostanziale, potendosi dare – per restare in argomento – ordinamenti nei quali i bitcoin sono o possono essere considerati appartenenti al predetto *genus* e altri, come quello italiano, in cui invece detta assimilazione deve intendersi esclusa [32]. Tutto in definitiva dipende dalla legge applicabile, la quale a sua volta dev'essere trovata facendo applicazione di criteri tendenzialmente generali, anch'essi però sempre in qualche misura influenzati dal contesto di riferimento.

Non è questa, di tutta evidenza, la sede idonea per ricostruire nei dettagli i problemi della territorialità e prima ancora della multidimensionalità relazionale portati dalla *blockchain*, oggi, fra l'altro, già oggetto di alcuni significativi contributi di ricerca di stampo internazionalprivatistico [33], la cui lettura si conferma centrale anche per gli studiosi di altri settori, nella misura in cui offrono una dimo-

---

[31] Per qualche esempio si leggano i risultati della già citata *survey* (ESMA, *Annex 1 Legal qualification of crypto-assets – Survey to* NCAs, ESMA50-157-1384, https://www.esma.europa.eu) da cui si evince che, ad esempio, «one NCA stated that the national criterion refers with respect to shares to the fact that a right to share profits exists and in relation to debt securities, to the fact that a debt represents a sum of money, and that these two components provide the basis for a broader approach» (p. 8). Mentre in un documento successivo si evidenzia come non vi sia nemmeno un concetto comune di "*insurance*" (ESAs, *Consultation Paper – Draft Guidelines on templates for explanations and opinions, and the standardised test for the classification of crypto-assets, under Article 97(1) of Regulation (EU) 2023/1114*, 12 luglio 2024, par. 3, https://www.esma.europa.eu).

[32] D. Sindres, *Is Bitcoin out of Reach for Private International Law?*, in *Blockchain and Private International Law*, a cura di A. Bonomi, M. Lehmann, L. Shaheeza, 2023, Leiden-Boston, Brill, 97 ss.

[33] Aa.Vv., *Blockchain and Private International Law*, (nt. 31), *passim*.

strazione seria e ragionata della tesi, qui anche sostenuta, secondo cui per conseguire l'obiettivo dell'uniformità delle soluzioni giuridiche in materia di cripto-attività non può bastare (introdurre) una semplice classificazione di diritto sostanziale, a maggior ragione se incompleta come quella del MiCA.

5. *Dalla* rule of law *attraverso la* rule of code*: l'importanza dell'*enforcement.

Arriviamo quindi all'ultimo punto di questa breve, per i temi trattati forse eccessivamente breve, riflessione sugli elementi di debolezza che sembrano affliggere il nuovo quadro europeo in materia di cripto-attività.

Un quadro – come già più volte evidenziato – sostenuto da una forte ambizione: portare certezza e sicurezza nelle relazioni basate o comunque connesse alla sottoscrizione e poi al trasferimento delle cripto-attività, così da godere dei vantaggi legati ad una gestione crittografata e decentralizzata dei prodotti e dei servizi, minimizzandone i rischi. Ma a conti fatti poco efficace sotto tutti i punti di vista: di mercato, di sistema e infine anche delle garanzie.

In parte, si tratta di dimensioni fra loro strettamente collegate, per cui è abbastanza logico che il risultato negativo dell'una possa comunicarsi alla/e altra/e: si pensi, ad esempio, al pregiudizio che i vizi tassonomici sopra esposti sono in grado di arrecare al sistema, in termini anzitutto di coerenza generale e poi anche di effettività, posto che dove regna l'incertezza diventa più difficile prevenire e reprimere gli abusi e oltre i comportamenti opportunistici (*regulatory arbitrage*). O ancora si pensi all'influenza depressiva che la percezione di un livello inadeguato di tutela è in grado di dispiegare rispetto al tasso di *adoption* di questi strumenti e alla conseguente crescita del settore.

E veniamo proprio al tema dei presidi, forse l'unico o perlomeno uno dei pochi con riferimento al quale è dato rinvenire una reale vicinanza tra il modello europeo e quello statunitense. Anche il FIT21, infatti, come già il MiCA, si affida molto (secondo un'opinione, pure troppo) allo strumento dell'informazione, qui giustamente riferito anche agli aspetti di natura prettamente tecnica (come il protocollo di consenso della rete DLT) [34], posto che, come ci insegna l'esperienza (a cominciare dal caso The DAO per arrivare ai più recenti episodi di *rug pull*), anche questi possono avere un impatto determinante sulla sorte del *token*, sia come bene che come valore [35]. Bisogna tuttavia considerare che se – come pare – solamente una parte degli investitori può vantare la capacità di leggere i dati econo-

[34] V. art. 6, par. 1, lett. *h*), MiCA; Sec. 301, FIT21.

[35] Per una ricostruzione dettagliata di tutte le fattispecie potenzialmente lesive per i *token holder*, v. IOSCO, *Investor Education on Crypto-Assets. Final Report*, 2024, spec. 14 ss., https://www.iosco.org.

mici (da cui la nota diatriba in merito all'utilità dello strumento del prospetto), è ragionevole supporre che ancora minore sia il numero di quelli in grado di comprendere il significato di certi tecnicismi informatici, anche laddove questi vengano espressi in un linguaggio oggettivamente definibile come «chiaro» e «comprensibile» per un potenziale « detentore al dettaglio» (art. 6, parr. 2 e 7, MiCA). Certo si potrebbe sostenere che, anche quando non fosse intelleggibile dal pubblico, l'informazione sarebbe comunque in grado di svolgere una funzione utile, nella misura in cui dovrebbe consentire alle autorità di vigilanza, le quali per il ruolo che ricoprono dovrebbero invece vantare tutte le competenze necessarie ad acquisire una comprensione piena, di svolgere un'attività di governo delle dinamiche di mercato, tanto in termini preventivi che repressivi. Si ricorderà, infatti, che il MiCA prevede che non si possa procedere alla pubblicazione dell'offerta ed alla successiva distribuzione (diretta o tramite gli *exchange*) presso il pubblico di un *token* non finanziario, e neppure alla sua promozione (*marketing*), senza che il testo del *white paper* sia stato prima comunicato all'autorità preposta (artt. 8 e 51 MiCA), alla quale l'ordinamento stesso concede il potere, nel caso emergano incongruenze o difetti, di adottare atti sanzionatori anche di natura sospensiva (art. 94 MiCA). In questo modo l'informazione parrebbe configurarsi (soprattutto) come uno strumento di vigilanza.

Bisogna tuttavia rilevare che il regolamento non precisa quali siano al riguardo i doveri di controllo delle autorità, e quindi se queste debbano esaminare tutti i *white paper* notificati e/o come debba svolgersi questa attività di verifica, sì che risulta difficile fare previsioni sulla capacità di *monitoring* delle singole autorità, molto dipendendo anche dal numero di *white paper* (e dalla loro complessità) in rapporto alla dimensione (tendenzialmente limitata) dell'organico. Il problema di un possibile *overload* a carico delle autorità è stato in particolare sollevato dal direttore della SEC statunitense che, nell'opporsi all'approvazione del FIT21, ha giustamente messo in evidenza il rischio che ciò conduca ad una situazione di sostanziale *far west*, in cui di fatto nessuno è in grado di controllare la veridicità delle dichiarazioni degli emittenti [36], che per questo avrebbero fra l'altro la possibilità di far passare per *utility token* strumenti in realtà aventi natura finanziaria (o monetaria) [37]. In questo senso si osserva come la scelta (tanto del FIT21, quanto del MiCA) di rinunciare al requisito della preventiva autorizzazione per l'emissione non sia stata abbastanza meditata, soprattutto in difetto di un vaglio esterno in merito al presupposto applicativo dell'esenzione, ossia alla qualifica-

[36] G. GENSLER, *Statement on the Financial Innovation and Technology for the 21st Century Act*, 22 maggio 2024, https://www.sec.gov).

[37] Il tema non sembra essere sfuggito alle autorità europee, tanto è vero che le ESAs stanno lavorando alla creazione di uno *standard* per la redazione della nota esplicativa che (ai sensi degli artt. 8, par. 4; 17, par. 1, lett. *b*); 18, par. 2, MiCA), l'emittente deve includere nel *white paper* con cui spiega perché il *token* in questione non dovrebbe rientrare nelle categorie "maggiori": v. ESAs, (nt. 30).

zione (in termini di non finanziarietà) del *token* [38]. Fermo restando che, almeno in base alla disciplina contenuta nel disegno di legge statunitense (Sec. 301), l'accesso al regime più agevolato (comunicazione anziché autorizzazione) porta con sé anche qualche restrizione, consistente nella necessità per l'emittente di garantire il rispetto al contempo di un limite quantitativo assoluto (: l'emissione totale non deve superare l'importo massimo complessivo di 75 milioni di dollari nei 12 mesi) e di uno relativo (: sempre nei 12 mesi ciascun investitore non professionale non può partecipare ad un'offerta per un valore superiore al 10% del suo stipendio annuale o della sua ricchezza netta complessiva o comunque in misura tale da conseguire un numero di *token* eccedente il 10% di tutti quelli disponibili) [39]. Ciò che potrebbe indurre a sostenere che non tutto è perduto; o meglio, che non tutto deve per forza andare perduto, la questione da porsi essendo ancora una volta sempre la stessa di prima, cioè quella della prevedibilità e più ancora della concreta effettività di queste forme di tutela (siano esse dirette o indirette, generiche o specifiche).

Tanto più che, in aggiunta alle già menzionate problematiche legate alla dimensione naturalmente sovranazionale del fenomeno, nonché all'inadeguatezza delle attuali strutture di *governance* dei mercati, c'è una terza e (forse) ultima criticità fondamentale che meriterebbe di essere presa in considerazione e che riguarda la difficoltà di garantire il primato della *rule of law* sulla *rule of code*, cioè di assicurare il prodursi di un certo risultato (materiale) sulla *blockchain*, stante la sua potenziale e tendenziale immutabilità. Si pensi, ad esempio, all'esecuzione di un ordine giudiziale di restituzione che dovesse essere pronunciato a favore di un sottoscrittore, il quale, dopo aver acquistato un *token* con corrispettivo in bitcoin, abbia manifestato all'emittente la volontà di recedere dall'offerta ai sensi dell'art. 13 MiCA, o peggio ancora sia risultato vittima di un *rug pull*.

Verrebbe da dire che si tratta di problemi tecnici, ma questo non significa che il diritto non debba farsene carico, laddove, come nell'esempio appena considerato, le due dimensioni siano destinate ad incontrarsi, peggio a sovrapporsi, in questo caso non offrendosi altra via se non quella, peraltro già sperimentata in numerosi altri atti dell'Unione, a partire dal GDPR, di optare per un approccio integrato, generalmente indicato con l'uso della formula inglese "*legality by design*". La soluzione potrebbe quindi sembrare a portata di mano: anziché chiedere solo agli emit-

[38] Come il MiCA (art. 8, par. 4), invero, anche il FIT21 (Sec 304) rimette all'offerente il compito di spiegare perché nella specie il *token* debba considerarsi fra quelli la cui offerta non richiede alcun vaglio da parte dell'autorità.

[39] A questo proposito vale la pena osservare che anche il MiCA prevede un'esenzione (non già dal requisito dell'autorizzazione, che non è mai necessaria per i *token* non finanziari, bensì da quello residuale della comunicazione) per il caso in cui il *token* da emettere non sia un ART o un EMT e l'offerta non superi il valore di un milione nei 12 mesi, ovvero sia destinata solo ad investitori professionali e/o a meno di 150 persone per Stato membro (art. 4, par. 2, MiCA) e il *token* non sia ammesso alla negoziazione (art. 4, par. 4, MiCA).

tenti di esplicitare il funzionamento della propria rete *blockchain*, bisognerebbe che il legislatore si facesse carico di fissare degli standard tecnici (possibilmente abbastanza ampi da risultare *future-proof*, quand'anche non del tutto *technology-neutral*) idonei a prevenire e/o reprimere il perpetrarsi attraverso la rete di eventuali illeciti. E poi anche, e torniamo così un'altra volta al tema della vigilanza, che si desse un apparato in grado di controllare l'effettivo rispetto di questi standard (a un tempo tecnici e giuridici), affinché non restino lettera morta [40].

In conclusione, premesso che nessuna tecnologia, e quindi neppure quella a registri distribuiti (DLT), può definirsi infallibile, non foss'altro per via del continuo progredire della scienza (nella specie informatica, ma non solo), è dubbio che il primato dell'ordinamento debba passare per una revisione delle categorie fondamentali e/o per la costruzione di uno o addirittura più microsistemi. Vuoi perché più dell'esistenza di una regola di diritto (vecchia o nuova che sia) conta l'applicazione concreta che di questa se ne fa o se ne può fare (quindi la fase della vigilanza e dell'*enforcement*), vuoi perché il proliferare di norme specifiche, riducendo l'organicità del quadro, può contribuire a sua volta a pregiudicare l'effettività del sistema, il cui potenziamento perciò sarebbe più formale (più norme) che reale (più tutela). Si vedrà se negli Stati Uniti le autorità sapranno compiere scelte migliori, ammesso e non concesso che i due mercati siano confrontabili in termini di volumi, struttura ed organizzazione. Di sicuro, in Europa, dopo l'approvazione del MiCA, più che del Pilot (che è un atto temporaneo [41]), sembra difficile immaginare di poter tornare ad una sistematica generale unitaria: al più si potrà fare qualche aggiustamento normativo (si pensi al problema, ancora irrisolto, della disciplina dei prestatori di servizi totalmente decentralizzati e dei cc.dd. conglomerati [42]) ma, come si è cercato di evidenziare in precedenza, quello che

---

[40] Ciò che sembrerebbe essere capitato già con il GDPR, con riguardo alla cui esecuzione sono state rilevate *deficiencies* di vario genere (sul problema, in particolare della cooperazione internazionale, si v. la *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council laying down additional procedural rules relating to the enforcement of Regulation* (EU) 2016/679, del 24 maggio 2024), anche dalle stesse autorità nazionali incaricate della vigilanza, le quali hanno lamentato in particolare carenze di personale e di risorse (EDPB, *Overview on resources made available by Member States to the Data Protection Supervisory Authorities*, 2022, https://edpb.europa.eu).

[41] L'art. 14 del reg. 2022/858 prevede infatti che la Commissione debba riesaminare il Pilot nella primavera del 2026, avendo il potere di prorogarne la durata per un ulteriore triennio. Ciò che pare corrispondere alle intenzioni della Commissione, che anzi in una nota ufficiale ha dichiarato (non si sa su che base) che «there is no expiration date for the DLT Pilot Regime» (cfr. *Letter from the European Commission on the DLT Pilot Regime Implementation*, 3 maggio 2024, https://www.esma.europa.eu).

[42] D. Beau, *After the crypto-winter, the spring of crypto-assets regulation and supervision, Keynote speech at the World Bank Global Payments Week 2023 "The Future of Payments"*, Marrakesh, 18 maggio 2023, https://www.bis.org. Altri punti critici sono evidenziati nel lavoro di D.A. Zetzsche, R. Buckley, D. Arner, M. van Ek, *Remaining Regulatory Challenges in Digital Finance and Crypto-Assets after MiCA, Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON)*, in *Paper* No. 23-27, 2023, reperibile in ssrn.com.

servirebbe sviluppare maggiormente in un'ottica di certezza e uniformità del nuovo diritto dei *token* sono soprattutto le capacità soggettive e oggettive dell'apparato di vigilanza [43]. Ed è così che alla fine tocca riconoscere che la strategia più efficace, di fronte ad un fenomeno tanto insidioso e mutevole come quello delle cripto-attività, verosimilmente è quella da sempre praticata e sostenuta dall'Authority statunitense (SEC), della "*regulation by enforcement*", e che forse, a maggior ragione in Europa [44], sarebbe stato meglio attendere di maturare una visione più matura ed organica, prima di intervenire così radicalmente sui fondamenti del diritto dei mercati.

[43] Volendo fare proprie le parole dell'attuale direttore della SEC, si potrebbe dire che «the crypto industry's record of failures, frauds, and bankruptcies is not because we don't have rules or because the rules are unclear. It's because many players in the crypto industry don't play by the rules. We should make the policy choice to protect the investing public over facilitating business models of noncompliant firms» [G. GENSLER, (nt. 35)].

[44] A questo riguardo, non sembra inutile ricordare che stando alle stime compiute dalla Banca Centrale europea pare che il valore medio di esposizione dei cittadini europei nei confronti del mercato dei titoli crittografici sia ancora oggi minimo, certamente non sufficiente a giustificare un intervento imponente come quello realizzato attraverso il MiCA («most crypto-asset owners reported holding less then €5,000 in crypto-assets, with a slight predominance of smaller holdings, below €1,000»: ECB, *Decrypting financial stability risks in crypto-asset markets*, 2022, reperibile al seguente indirizzo: https://www.ecb.europa.eu).

I DLT *financial instruments* tra Legge Fintech, MiFID e T.U.F.: questioni classificatorie dei tokens

DLT financial instruments between Fintech Law, MiFID and the Italian Consolidated law on finance: classification issues of tokens

Filippo Annunziata*

ABSTRACT

Il nuovo mondo cripto pone, tra i vari temi, quello della qualificazione delle cripto attività ai fini del loro inquadramento giuridico. Questo contributo intende indagare questo tema esaminando il quadro normativo esistente e, in particolare, i problemi di coordinamento tra la nuova regolamentazione sui cripto mercati e la regolamentazione finanziaria tradizionale. L'individuazione della disciplina di volta in volta applicabile, se la MiFID II o il MiCAR, a seconda che la cripto attività possa o meno qualificarsi come "strumento finanziario", è un tema complesso che lascia aperte due macro-questioni. In primo luogo, le norme che individuano l'ambito di applicazione della MiFID II rinviano a concetti propri delle legislazioni nazionali che possono anche significativamente divergere tra loro con il risultato che l'ambito di applicazione della MiFID II rimane incerto. Con un ambito di applicazione della MiFID II incerto, è incerto anche l'ambito di applicazione del MiCAR che si identifica in negativo rispetto a quello della MiFID II, ricomprendendo al suo interno tutti gli strumenti tokenizzati che non sono "strumenti finanziari". In secondo luogo, il tema dell'individuazione della disciplina applicabile e quindi della qualificazione si intreccia con la legislazione dei singoli Stati membri. Nella legislazione italiana l'ambito di applicazione della nuova Legge Fintech e della disciplina del "prodotto finanziario" non si allineano con quello delineato dalla definizione di "strumento finanziario" della MiFID II. Questi "disallineamenti" rendono dubbio se determinati strumenti tokenizzati che non sono "strumenti finanziari" ai sensi della MiFID II debbano ricadere nell'ambito di applicazione dalla nuova Legge Fintech, o nella disciplina del "prodotto finanziario", o, ancora, nella categoria di applicazione residuale del MiCAR degli "*other than...*". Il contributo intende trattare questi temi e indagarne le implicazioni sulla tenuta delle categorie tradizionali e delle nozioni fondamentali della regolamentazione finanziaria dell'UE.

* Professore di International Financial Regulation, Università Bocconi, Milano; Ca' Foscari, Venezia; KU Levuen; Fellow Academic Board Member, European Banking Institute, Frankfurt; e-mail: filippo.annunziata@unibocconi.it.

The new crypto world raises, among other issues, that of the qualification of crypto assets for the purposes of their legal treatment. This article aims to investigate this issue by examining the existing regulatory framework and, in particular, the problems of coordination between the new regulation on crypto markets and traditional financial regulation. The identification of which regulation is applicable each time, whether MiFID II or MiCAR, depending on whether the crypto asset can qualify as a "financial instrument" or not, is a complex issue that leaves open two macro-questions. First, the rules identifying the scope of MiFID II refer to concepts specific to national laws that may also significantly differ from each other with the result that the scope of MiFID II remains uncertain. With the scope of MiFID II being uncertain, the scope of MiCAR is also uncertain, which is identified in the opposite way to that of MiFID II, including all tokenized instruments that are not "financial instruments." Second, the issue of identifying the applicable regulation and thus the legal qualification is also intertwined with the legislation of individual member states. In Italian law, the scope of application of the new Fintech Law and the "financial product" regulation does not match that outlined in MiFID II's definition of "financial instrument." These "mismatches" make it unclear whether certain tokenized instruments that are not "financial instruments" within the meaning of MiFID II should fall under the scope of application of the new Fintech Law, or under the "financial product" regulation, or under MiCAR's "other than..." residual category. The article aims to address these issues and investigate their implications on the validity of traditional categories and core notions of EU financial regulation.

SOMMARIO:

1. Premessa. – 2. La Legge Fintech (10 maggio 2023, n. 52). – 3. Il Pilot Regime. – 4. MiCAR. – 5. MiCA e MiFID: a che punto siamo? – 6. Conclusioni.

1. *Premessa.*

Le presenti note intendono indagare, senza pretese di completezza, talune questioni che riguardano la qualificazione delle cripto attività e la disciplina loro applicabile: segnatamente, quelle che si pongono là dove si tratti di stabilire se una certa cripto attività sia regolata dalla disciplina finanziaria tradizionale, ad esempio quella derivante dalla MiFID II [1], o se invece sia soggetta alla nuova disciplina eurounitaria, introdotta appositamente per regolare il fenomeno, ossia il Regolamento MiCA ("MiCAR") [2].

[1] 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 (MiFID II).

[2] Regolamento (UE) 2023/1114 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2023, relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 1095/2010 e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/1937 (MiCAR).

Il tema della qualificazione è complesso e, al momento, non risolvibile in via definitiva: troppe sono le lacune della disciplina europee, troppe le fughe in avanti dei legislatori nazionali, troppe le divergenze che connotano le relative interpretazioni, anche per la sostanziale assenza di una giurisprudenza delle Corti europee sul punto. In tale contesto, ulteriori complessità derivano dal rapporto "verticale" tra discipline nazionali e discipline UE. Con specifico riferimento alle nozioni recate da MiFID II – che, ai fini che qui interessano, assumono portata centrale, anche se esse non esauriscono certo tutte le fattispecie potenzialmente osservabili – esse rinviano a concetti propri delle legislazioni nazionali che possono anche significativamente divergere tra loro. Una cripto attività, per essere uno "strumento finanziario" e rientrare nell'ambito di applicazione della MiFID II, con conseguente esclusione dal MiCAR, necessita di una disamina che si svolge a due livelli: il primo è rappresentato dalla legislazione dei singoli stati UE, che, come si avrà modo di osservare, individua e definisce nozioni base quali "azioni", "obbligazioni", ecc.; il secondo livello è rappresentato dai requisiti posti dalla disciplina MiFID affinché quegli strumenti disciplinati dal diritto interno – ad esempio, le azioni o obbligazioni – siano ricompresi nel suo ambito di applicazione, come l'appartenenza ad una "classe" o la "negoziabilità". In assenza di una piena armonizzazione delle legislazioni nazionali, e di una notevole incertezza interpretativa per quanto attiene alle nozioni *ex*-MiFID, il quadro delle tassonomie rimane incerto e così quello del Regolamento MiCA, che si applica a quegli strumenti (tokenizzati) che *non* rientrano tra gli "strumenti finanziari" coperti dalla MiFID II [3].

I problemi non si esauriscono però nella relazione orizzontale tra disciplina finanziaria tradizionale dell'Unione e MiCAR, perché, a complicare il quadro, intervengono le legislazioni nazionali che individuano, con finalità non sempre pienamente coincidenti, ulteriori nozioni in grado di influire sul più ampio quadro interpretativo e tassonomico (Germania, Francia, Belgio, Austria, a tacer d'altri). La legislazione italiana non è da meno: essa, con la nozione di "prodotto finanziario" [4] e con quanto prevede la nuova Legge Fintech [5] crea ulteriori stratificazioni ed incertezze. In vero, la nozione di "prodotto finanziario" è più ampia della nozione di "strumento finanziario" della MiFID II e la Legge Fintech adotta una definizione di "strumento finanziario" che non si allinea con quella della MiFID II. Tali "disallineamenti" creano evidenti problemi di tassonomia quando si osserva-

[3] Si veda art. 2(4) MiCAR.

[4] Si veda art. 1, primo comma, lett. *u*), d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (t.u.f.) ai sensi del quale sono "prodotti finanziari" «gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria; non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari».

[5] Si veda la l. 10 maggio 2023, n. 52 di conversione, con modificazioni, del d.l. 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.

no cripto attività che non si qualificano alla stregua di "strumenti finanziari" ai sensi della MiFID II, e che potrebbero ricadere sia nell'ambito di applicazione dalla nuova Legge Fintech, sia nella disciplina del "prodotto finanziario", sia nella categoria di applicazione residuale [6] del MiCAR, la quale ricomprende tutte le cripto attività che non sono "strumenti finanziari" e che non sono riconducibili alle altre due categorie tipizzate dal MiCAR, ovvero i token di moneta elettronica [7] e i token legati ad attività [8].

2. *La Legge Fintech (10 maggio 2023, n. 52).*

Giova prendere le mosse dall'analisi dell'intervento del legislatore italiano in tema di cripto attività, ovvero la l. 10 maggio 2023, n. 52 (c.d. Legge Fintech) di conversione del d.l. 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. La novella intende rispondere alla straordinaria necessità e urgenza di adottare le disposizioni necessarie per conformarsi alla modifica che il Regolamento (UE) 2022/858 [9] – che stabilisce un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito (c.d. Pilot Regime) – ha apportato all'art. 4, par. 1, punto 15), della MiFID II. Siffatta modifica ha incluso nella definizione di "strumento finanziario" anche gli strumenti che sono emessi e circolano mediante tecnologia a registro distribuito purché, ovviamente, siano riconducibili alla definizione di "strumento finanziario". La Legge intende disciplinare la disciplina che sorregge l'emissione e la rappresentazione di strumenti finanziari in forma digitale, mediante il ricorso alla tecnologia a registro distribuito [10].

L'art. 2 della Legge, che ne definisce l'ambito di applicazione, dispone:

«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;

---

[6] Si veda il Titolo II, MiCAR, dedicato alle "cripto-attività diverse dai token collegati ad attività o dai token di moneta elettronica".

[7] Si veda il Titolo IV, MiCAR, dedicato ai "token di moneta elettronica".

[8] Si veda il Titolo III, MiCAR, dedicato ai "token collegati ad attività".

[9] 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.

[10] Per un'ampia disamina delle questioni discusse anteriormente alla Legge Fintech, v. *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens, Quaderni Giuridici Consob*, n. 5/2023, a cura di P. Carriere, N. De Luca, M. de Mari, G. Gasparri, T. Poli.

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 l), del TUF.

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

Il novero degli strumenti non si esaurisce però nel disposto dell'art. 2. L'art. 28, secondo comma, consente alla Consob di includere, con regolamento, nell'ambito di applicazione della legge:

a. gli strumenti di cui all'art. 1, comma 1-*bis*, lett. *c*), t.u.f., ovvero qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere azioni, obbligazioni, ecc. o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure, e

b. 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 (lett. *a-bis*).

Queste disposizioni si pongono su di un piano non allineato con la nozione *ex*-MiFID di "strumento finanziario" e, più in particolare, di quella di "valore mobiliare" che ne costituisce un sottoinsieme. In particolare, l'art. 1, comma 1-*bis*, t.u.f. (derivante dalla MiFID II) definisce i "valori mobiliari" come «**categorie di valori** che possono essere **negoziati nel mercato dei capitali**, quali ad esempio:

a) **azioni di società** e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e ricevute di deposito azionario;

b) **obbligazioni e altri titoli di debito**, comprese le ricevute di deposito relative a tali titoli;

c) **qualsiasi altro valore mobiliare** che permetta di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle lettere a) e b) o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure».

Ponendo a confronto le due disposizioni, appare evidente che quella contenuta nel t.u.f. fa riferimento ai requisiti della negoziabilità sul mercato dei capitali e dell'appartenenza ad una classe, che invece non si riscontrano nell'elencazione dell'art. 2 della Legge Fintech. Nella Legge Fintech, poi, è anche omesso ogni riferimento agli strumenti derivati, presente invece nell'elencazione del t.u.f. Inoltre, l'art. 2, lett. *f*) della Legge Fintech fa riferimento genericamente agli "strumenti del mercato monetario" mentre la definizione di "strumenti del mercato

monetario" nel t.u.f. [11] adotta, nuovamente, una nozione maggiormente qualificata, là dove contempla le «categorie di strumenti **normalmente negoziati** nel mercato monetario».

In base a quanto precede, si tratta innanzitutto di stabilire se la Legge Fintech abbia inteso individuare un proprio ambito di applicazione autonomo oppure se, riferendosi allo "strumento finanziario", essa intenda riferirsi alla nozione quale derivante dalla MiFID II e individuata all'art. 4, par. 1, punto (15). La questione non è di secondario rilievo: si pensi, per esempio, ad una azione tokenizzata, che *non* presenti il requisito della negoziabilità. Se si ritiene che la Legge Fintech individui un proprio ambito di applicazione, autonomo rispetto a quello degli strumenti finanziari *ex*-t.u.f., essa si applicherà a tale strumento, regolandone le condizioni di emissione e di circolazione mediante tecnologie a registro distribuito. Se, invece, si ritiene che le due discipline siano allineate, il predetto strumento non sarà regolato dalla Legge Fintech, e resterà anche escluso dall'ambito di applicazione della disciplina del t.u.f. Nel prendere atto che, allo stato, non constano pronunce o anche soltanto orientamenti ai quali sia possibile riferirsi, chi scrive propende per una soluzione più aderente alla formulazione letterale della Legge Fintech, con la conseguenza che l'ambito di applicazione di quest'ultima risulterà essere più ampio di quello che interessa gli strumenti finanziari propriamente intesi, definiti dal t.u.f. sulla scorta delle regole MiFID.

3. *Il Pilot Regime.*

Il Regolamento (UE) 2022/858 (c.d. "DLT Pilot Regime" o "Pilot Regime") trova applicazione, ai sensi del combinato disposto dell'art. 2, punti (11) e (12) e dell'art. 3, ad azioni, obbligazioni e quote di OICR "tokenizzati". Tali strumenti rappresentano un sottoinsieme degli "strumenti finanziari" di cui alla MiFID II nonché – secondo le conclusioni avanzate nel paragrafo precedente – della categoria degli strumenti soggetti alla Legge Fintech.

Tuttavia, il Regolamento, e in particolare l'art. 18, modifica la nozione di "strumento finanziario" contenuta nella MiFID II. In particolare, l'art. 4, par. 1, punto 15), della MiFID II viene così riformulato: «15) "strumento finanziario": qualsiasi strumento riportato nella sezione C dell'allegato I, compresi gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito». Questo intervento di modifica è stato motivato alla luce del noto adagio della c.d. neutralità tecnologica della regolamentazione. Ai fini dell'applicazione della disciplina MiFID, infatti, non dovrebbe rilevare la tecnologia con la quale lo strumento viene emesso e circola: se esso è emesso e circola con la tecnologia a registro distribuito, lo strumento

[11] Si veda art. 1, comma 1-*ter*, t.u.f.

può benissimo essere uno "strumento finanziario" soggetto alla MiFID II purché ne presenti i tratti definitori. Il principio della neutralità tecnologica vuole, in tal caso, che non vi sia discriminazione ai fini dell'applicazione della MiFID II in ragione dell'impiego di un determinato tipo di tecnologia o di modalità di emissione/rappresentazione dello strumento in questione.

Peraltro, il Pilot Regime è stato proprio concepito per creare un quadro normativo che consenta di sperimentare la tecnologia a registro distribuito su strumenti finanziari che rientrano nel campo di applicazione della MiFID II. Il Regolamento adotta, quindi, un sistema – tipico delle cc.dd *sandbox* – di eccezioni e deroghe alla regolamentazione finanziaria UE di guisa che i soggetti interessati possano operare in un quadro normativo "snello" e funzionale alle esigenze della sperimentazione. Tuttavia, dal momento che le deroghe ed eccezioni alla disciplina vigente possono creare dei vuoti di tutela, il Regolamento prevede talune soglie quantitative per la sperimentazione. L'art. 3, titolato "Limitazioni sugli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o registrati da un'infrastruttura di mercato DLT", dispone infatti che:

«Gli strumenti finanziari DLT sono ammessi alla negoziazione su un'infrastruttura di mercato DLT o registrati in un'infrastruttura di mercato DLT soltanto se, al momento dell'ammissione alla negoziazione o della registrazione in un registro distribuito, gli strumenti finanziari DLT sono:

a) **azioni** il cui emittente ha una capitalizzazione di mercato o una capitalizzazione di mercato provvisoria inferiore a 500 milioni di EUR;

b) **obbligazioni**, altre forme di debito cartolarizzato, comprese le ricevute di deposito in relazione a tali titoli, o strumenti del mercato monetario, con un'entità di emissione inferiore a 1 miliardo di EUR, esclusi quelli che incorporano uno strumento derivato o che incorporano una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio correlato; o

c) **quote di organismi di investimento collettivo** di cui all'articolo 25, paragrafo 4, lettera a), punto iv), della direttiva 2014/65/UE, il cui valore di mercato delle attività gestite è inferiore a 500 milioni di EUR. Sono escluse dal calcolo della soglia di cui al primo comma, lettera b), le obbligazioni societarie emesse da emittenti la cui capitalizzazione di mercato non supera i 200 milioni di EUR al momento della loro emissione».

È opportuno porre in luce che si tratta di soglie quantitative che sono valide solo ai fini dell'applicazione del Pilot Regime.

Per riassumere, ai fini che qui interessano: (i) il Pilot Regime ha modificato la definizione di "strumento finanziario" contenuta nella MiFID II per includervi anche gli strumenti tokenizzati; (ii) gli strumenti ricompresi nell'ambito di applicazione del Pilot Regime rappresentano un sottoinsieme della categoria degli "strumenti finanziari" della MiFID II e, nel diritto interno, della categoria degli strumenti soggetti alla Legge Fintech e (iii) non vi è dunque piena corrispondenza

tra gli ambiti di applicazione oggettiva delle tre discipline, né tantomeno tra le tre "tassonomie": Legge Fintech, t.u.f.-MiFID e Pilot Regime non coincidono. Esse presentano, tuttavia, un nucleo comune, che si individua nei punti di intersezione tra di esse, ossia se e soltanto quando uno strumento finanziario è: i) ricompreso nell'ambito oggettivo della Legge Fintech (attuale e/o prospettico); ii) uno strumento finanziario *ex*-t.u.f. e MiFID; iii) uno strumento ricompreso nell'ambito oggettivo del Pilot Regime.

4. *MICAR.*

Come si è detto, il Regolamento (UE) 2023/1114 ("MiCAR"), non si applica agli "strumenti finanziari" come definiti e regolati dalla MiFID II. Il Regolamento distingue le cripto attività che non sono "strumenti finanziari" in tre sottocategorie:

(i) la prima ricomprende le cripto attività che mirano a stabilizzare il loro valore facendo riferimento a una sola valuta ufficiale; esse sono definite "*token di moneta elettronica*" (o, secondo l'acronimo inglese, "EMT") e sono l'equivalente in forma tokenizzata della c.d. moneta elettronica disciplinata dalla direttiva 2009/110/CE (come successivamente modificata) [12];

(ii) la seconda ricomprende le cripto attività chiamate in lingua inglese "*asset-referenced token*" ("ART"): queste cripto attività mirano a stabilizzare il proprio valore facendo riferimento a un altro valore o diritto, o a una combinazione di questi, tra cui una o più valute ufficiali. Nella prassi, proprio per la loro funzione di stabilizzare il proprio valore ancorandolo ad un valore esterno, sono note come "*stablecoin*" [13];

(iii) la terza, residuale, ricomprende – seguendo un approccio "*catch-all*" – tutte le altre cripto attività, diverse dagli EMT e dagli ART; tra queste cripto attività, note come i token "*other than...*", rientrano i "*token di utilità*" [14], ovvero quelle cripto attività che, nella definizione del MiCAR, sono destinate esclusivamente a fornire l'accesso a un bene o a un servizio fornito dal suo emittente [15].

Ciò detto, si possono porre a raffronto i vari tasselli del quadro normativo esistente: la MiFID II, il MiCAR, il Pilot Regime e, nella legislazione nazionale, la Legge Fintech, nonché la disciplina del "prodotto finanziario", la quale ultima rileva ai fini dell'applicazione della normativa in materia offerta al pubblico.

---

[12] Si veda il Titolo IV, MiCAR, dedicato ai "token di moneta elettronica".

[13] Si veda il Titolo III, MiCAR, dedicato ai "token collegati ad attività".

[14] Si veda art. 3, par. 1, punto (9), MiCAR.

[15] Si veda il Titolo II, MiCAR, dedicato alle "cripto-attività diverse dai token collegati ad attività o dai token di moneta elettronica".

Dal confronto emergono, nuovamente, complesse questioni definitorie e di tassonomia.

Per chiarire il tema, giova nuovamente muovere dall'esempio di azioni tokenizzate che difettano del requisito della negoziabilità. Come si è detto, tali azioni restano escluse dall'ambito di applicazione della MiFID II e del Pilot Regime, ma – ad avviso di chi scrive – rientrerebbero nell'ambito di applicazione della Legge Fintech. Tali azioni, visto che non sono "strumenti finanziari", dovrebbero essere assoggettate, nel quadro unionale, al MiCAR, nel caso in cui siano tokenizzate ma, se non lo fossero, sarebbero "prodotti finanziari" ai sensi del t.u.f. Il tema, a questo punto, è individuare esattamente quale disciplina trovi applicazione, se il MiCAR o il diritto interno. Ritorneremo su questo punto in seguito, anche sulla base della disciplina che ha dato attuazione, a livello interno, al Regolamento UE. Possiamo però anticipare la questione che direttamente ne deriva: se la disciplina unionale è destinata a prevalere – come sarebbe da ritenere – oppure se debba prevalere la nozione di "prodotto finanziario" recata t.u.f.

Si dia ora il caso di titoli di debito emessi da s.r.l. in forma tokenizzata. Tali titoli di debito possono essere inclusi o esclusi dall'ambito di applicazione della MiFID II e del Pilot Regime a seconda che presentino o meno i caratteri della negoziabilità e dell'appartenenza a una "classe". Rientrano *comunque* nell'ambito di applicazione della Legge Fintech (sempre che si accetti la soluzione per la quale la Legge Fintech abbia inteso adottare una definizione autonoma da quella della MiFID II). Nel quadro eurounitario, se non ricadono nella disciplina della MiFID II, rientrerebbero nell'ambito di applicazione del MiCAR. Nel diritto interno sarebbero, tuttavia, classificabili come "prodotti finanziari" ai sensi del t.u.f. Quindi, ancora una volta e per gli stessi motivi, è necessario domandarsi se la nozione di "prodotto finanziario" del t.u.f. sia destinata ad avere un proprio rilievo.

Si dia, ancora, il caso – destinato a presentarsi là dove la Consob intenda avvalersi della delega attribuita dall'art. 28 della Legge Fintech – di quote di s.r.l. tokenizzate. Nel momento in cui saranno tokenizzate, la qualificazione di tali strumenti andrà affrontata anche alla luce del dibattito in corso relativamente alle c.d. s.r.l. "aperte" e della possibile qualificazione di speciali categorie di quote come valori mobiliari. Siffatto tema è necessariamente da indagare alla luce delle riforme introdotte dalla Legge Capitali [16] che però esulano dall'oggetto di questo breve

[16] Si veda la l. 5 marzo 2024, n. 21 ("Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti"; c.d. Legge Capitali). L'art. 3 della legge consente la dematerializzazione delle quote s.r.l. (piccole e medie imprese) con la conseguente applicazione della disciplina in tema di "*gestione accentrata in regime di dematerializzazione*" degli strumenti finanziari contenuta nella Sez. I, Capo IV, Titolo II-*bis*, Parte III, t.u.f. Per prime riflessioni, M.T. Rodi, V. Santoro, *Prime considerazioni sulle disposizioni urgenti in materia di strumenti finanziari in forma digitale*, in *Dir. banc. merc. fin.*, II, 2024, 25 ss. A. Di

contributo. Si ripropone, in ogni caso, il problema di stabilire se le quote di s.r.l. tokenizzate, non essendo (ancora?) strumenti finanziari ai sensi della MiFID II, ricadano nell'ambito di applicazione del MiCAR o vi sia un residuo ambito di applicazione della disciplina domestica dei "prodotti finanziari" ai sensi del t.u.f.

Da ultimo, vi è una categoria particolare di cripto attività che solleva ulteriori, e – allo stato – non risolvibili dubbi: i *non-fungible* tokens ("NFT"), e i *fractional* NFT, i quali ultimi risultano dalla frammentazione di un NFT. Il MiCAR, con riguardo a tali asset non fornisce indicazioni certe [17]: qualora *non* rientrino nell'ambito del MiCAR, occorre nuovamente chiedersi se rientrerebbero nella disciplina dei "prodotti finanziari" del t.u.f.

5. *MiCA e MiFID: a che punto siamo?*

Posto che le cripto attività che non rientrano nella definizione di "strumento finanziario" della MiFID II ricadono nell'ambito di applicazione del MiCAR, la delimitazione dei rispettivi ambiti di applicazione delle due discipline richiede un confronto tra la tassonomia adottata dalla MiFID II e la tassonomia adottata dal MiCAR. Questo confronto fa emergere tre principali aree di criticità:

(i) la prima, alla quale abbiamo già accennato, è conseguenza degli incerti confini della nozione di "strumento finanziario" ai sensi della MiFID II: la nozione, infatti, poggia su concetti che non sono definiti dalla MiFID stessa ma dalla legislazione dei singoli stati UE, non pienamente armonizzata (ad es. i concetti di "azione", "obbligazione", ecc.) e si avvale di ulteriori nozioni di incerto inquadramento ("categoria di valori", "negoziabilità", "mercato dei capitali", ecc.);

(ii) la seconda è rappresentata dall'esistenza di nozioni domestiche – come quella italiana di "prodotto finanziario" – più ampie dello "strumento finanziario", che potrebbero attrarre nel proprio ambito di applicazione anche cripto attività che rientrerebbero invece nella categoria residuale dei token "*other than...*" prevista dal MiCAR;

(iii) la terza nasce dal confronto tra gli strumenti derivati che rientrano nella nozione di "strumenti finanziari" della MiFID II, e le cripto attività con una componente derivata che hanno come sottostante un "bene" o una "merce". Queste ultime, come vedremo, dovrebbero rientrare nell'ambito di applicazione del MiCAR quando presentano una natura finanziaria.

CIOMMO, *Tra tokenizzazione e dematerializzazione della quota di partecipazione: l'apertura del capitale e la possibile crisi della S.r.l.*, in *Riv. dir. banc*., 2024, II, 205 ss.

[17] Si veda art. 2(3) MiCAR che esclude dall'ambito di applicazione del Regolamento le «cripto-attività che sono uniche e non fungibili con altre cripto-attività».

Di seguito si formulano alcune sintetiche riflessioni sulle tre aree di criticità sopra rilevate.

La prima area di criticità riguarda, in vero, l'interazione tra la regolamentazione finanziaria tradizionale e la (nuova) regolamentazione delle cripto attività. Questa interazione è resa complessa dall'intersezione tra la legislazione finanziaria dell'UE e la legislazione nazionale degli Stati membri. Il fatto che la MiFID II usi nell'ambito della nozione di "strumento finanziario" concetti che non definisce ma che trae dalla disciplina degli Stati membri comporta che la nozione di "strumento finanziario" non sia applicata uniformemente nei vari ordinamenti dell'Unione. Nella relazione con il MiCAR questo fa sì che talune cripto attività potrebbero essere considerate "strumenti finanziari" in un ordinamento, mentre siano suscettibili di essere assoggettate alla disciplina MiCAR in un altro. Queste divergenze interpretative sono emerse chiaramente nella consultazione effettuata dall'ESMA nel 2019, sfociata nell'*Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets* [18]. Con questa consultazione, l'ESMA ha inteso condurre un'indagine sugli approcci interpretativi delle varie Autorità nazionali competenti (NCA), chiedendo loro di determinare quali cripto attività, tra quelle incluse in un campione selezionato, fossero classificabili come "strumenti finanziari" ai sensi della MiFID II.

Tra i numerosi temi emersi, l'*Advice* rileva che non esistono nella legislazione della maggior parte degli Stati membri criteri specifici per identificare i "valori mobiliari", oltre a quelli, generici, della MiFID II, ovvero (i) l'appartenenza ad una "categoria", (ii) la "negoziabilità sul mercato dei capitali", e (iii) il requisito negativo di non essere uno strumento di pagamento. La nozione di "categoria", innanzitutto, non è definita né nella MiFID II né altrove e gli Stati membri la interpretano in modo diverso. Dall'*Advice* risulterebbe che il concetto si dovrebbe ricollegare alla presenza, in capo ad una pluralità di strumenti, delle "stesse caratteristiche", ma non vi è unanimità di vedute sul punto: per alcune delle Autorità consultate ai fini dell'*Advice*, ciò significa che gli attributi di ciascun titolo non devono essere negoziati individualmente con gli investitori, per altre, invece, che i valori devono possedere dei requisiti ulteriori, come quello di essere inseriti in un sistema di registrazione contabile.

Con riguardo alla negoziabilità, ugualmente, non esiste una definizione e non sussiste alcun consenso generalizzato sul suo significato. Sempre nell'*Advice* si ritrovano orientamenti diversi. Secondo alcune Autorità la negoziabilità sarebbe da intendere come "trasferibilità", ossia come assenza di ostacoli giuridici alla cessione degli strumenti, secondo altre il termine indicherebbe la mera possibilità dello strumento di essere "scambiato", secondo altre ancora la negoziabilità presupporrebbe la "standardizzazione" e un certo grado di fungibilità degli strumenti. Non è chiaro poi se il requisito imponga che gli strumenti siano effettivamente negoziati o sia invece sufficiente che gli strumenti *possano* essere negoziati. Non

[18] ESMA, *Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 9 gennaio 2019, ESMA0-157-1391.

è neppure agevole comprendere cosa si intenda effettivamente per negoziabilità "sul mercato dei capitali", cioè se il concetto ricomprenda tutti i contesti nei quali si può realizzare l'acquisto e la vendita di uno strumento, o solo le sedi di negoziazione regolamentate. In ogni caso, come risulta dall'*Advice*, nessuno degli Stati Membri dispone di una definizione giuridica di "mercato dei capitali". A questi due concetti, propri della definizione *ex*-MiFID, si aggiunge un concetto altrettanto ambiguo che è stato invece richiamato dalle Autorità nazionali, come emerge dall'*Advice*. Si tratta dell'asserita "componente di investimento" che, secondo alcune Autorità, dovrebbe necessariamente essere presente perché uno strumento possa classificarsi come "valore mobiliare"; secondo altre, invece, non sarebbe un elemento necessario. Resta il fatto che, in ogni caso, anche tra coloro che ritengono che tale elemento sia essenziale, non vi è una visione condivisa su cosa si debba intendere per "componente di investimento": secondo alcune Autorità la componente di investimento implicherebbe la promessa di futuri pagamenti, sotto forma, per es., di dividendi, secondo altre, invece, questa aspettativa non sarebbe necessaria. Infine, i confini della nozione di "valori mobiliari" sono resi ancora più incerti dal riferimento, contenuto nell'art. 4, par. 1, punto (44), lett. (c), MiFID II a "qualsiasi altro valore mobiliare", categoria aperta che complica ulteriormente il tema della delimitazione degli ambiti di applicazione di MiCAR e MiFID II.

La soluzione di questi problemi è ormai urgente, ma fatica a manifestarsi. I dubbi, infatti, sono recentemente emersi anche nel documento di consultazione dell'ESMA, pubblicato il 29 gennaio 2024 [19], diramato in vista dell'elaborazione delle linee guida sulla qualificazione delle cripto attività come "strumenti finanziari" previste dall'art. 2, par. 5, del MiCAR. La consultazione nasce dalla necessità di assicurare un'applicazione uniforme del MiCAR e promuovere pratiche convergenti nell'interpretazione delle definizioni. Il documento, tuttavia, non apporta elementi decisivi o di particolare novità: anzi, in alcuni punti, il testo aggiunge ulteriori complessità che non agevolano la soluzione del problema. Sul tema dell'appartenenza ad una classe, per esempio, è sottolineata la necessità di una "standardizzazione", ossia il fatto che le cripto attività debbano (i) essere intercambiabili, (ii) essere emesse dallo stesso emittente, (iii) essere simili e (iv) dare accesso a uguali diritti. Non è però evidente il salto concettuale dalla "classe" alla "standardizzazione", se non altro perché quest'ultima nozione dovrebbe, a sua volta, essere meglio definita. Quanto alla "negoziabilità sul mercato dei capitali", il documento segue l'impostazione più ampia, là dove afferma che il concetto intende includere tutti i contesti in cui si incontrano le proposte di acquisto e vendita di titoli e non solo i mercati regolamentati. Sulla nozione aperta di "qualsiasi altro valore mobiliare" di cui alla lett. *c*), il documento segue poi un approccio in-

[19] ESMA, *Consultation paper on the draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*, 29 gennaio 2024, ESMA75-453128700-52.

novativo, in quanto vi ricomprende espressamente i certificati di partecipazione, gli *exchange traded commodities* (ETC) e i *tracker certificates* [20].

Il documento indaga poi altre due categorie di strumenti finanziari che possono intrecciarsi con le categorie delle cripto attività delineate dal MiCAR, ovvero gli strumenti del mercato monetario [21] e le quote di organismi di investimento collettivo [22]. Si afferma che, per essere classificata come strumento del mercato monetario una cripto attività deve presentare caratteristiche simili agli strumenti tradizionali del mercato monetario, ovvero deve (i) avere una scadenza legale e residua come richiesto dal regolamento sui fondi del mercato monetario [23], (ii) presentare un valore stabile e una volatilità minima e (iii) allinearsi ai rendimenti dei tassi di interesse a breve termine [24]. Le quote di organismi di investimento collettivo, invece, per essere qualificate come "strumenti finanziari" devono soddisfare un duplice requisito: da un lato, il token deve qualificarsi come una "quota" dell'organismo e, dall'altro, il suo emittente deve qualificarsi come "organismo di investimento collettivo" [25]. Potrebbero sembrare concetti semplici ma si tratta di questioni molto complesse perché, ad esempio, la stessa nozione di "organismo di investimento collettivo" [26] è ancora incerta nel diritto eurounitario. E, nuovamente, il documento non riesce a fare sufficiente chiarezza sul punto.

Si consideri ora la seconda area di criticità. Si è detto che alcune cripto attività, che non siano qualificabili come "strumenti finanziari" ai sensi della MiFID II – e per es., azioni tokenizzate prive del requisito della negoziabilità – potrebbero qualificarsi come "prodotti finanziari" ai sensi della disciplina interna. Le relative offerte al pubblico verrebbero così assoggettate alle regole nazionali in materia di trasparenza e di prospetto informativo. Questo risultato non appare però in linea con il quadro dell'Unione, in cui le cripto attività che non sono "strumenti finanziari", sono o ARTs o EMTs o, in via residuale, token "*other than*...". La prevalenza della disciplina nazionale sul MiCAR contrasterebbe, infatti, con la diretta applicazione di quest'ultimo nel diritto interno. Tuttavia, si potrebbe osservare che, per i token che presentano una *spiccata funzione di investimento*, come, per es. le azioni tokenizzate prive del requisito della negoziabilità, la prevalenza dei regimi nazionali sarebbe più coerente. In caso contrario, infatti, in ragione della forma – tokenizzata o meno – uno stesso strumento sarebbe soggetto a discipline

[20] Si veda ESMA, nota 20, punto (36), 11.

[21] Si veda art. 4, par. 1, punto (17), MiFID II.

[22] Si veda Allegato I, Sezione C, punto (3), MiFID II.

[23] Regolamento (UE) 2017/1131 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, sui fondi comuni monetari (MMFR).

[24] Si veda ESMA, nota 20, punto (39), 13.

[25] Si veda ESMA, nota 20, punto (42), 13.

[26] Si veda ESMA, nota 20, punto (44), 14.

completamente diverse: rientrerebbe nel MiCAR se tokenizzato, o nella disciplina nazionale, se non tokenizzato. Si tratta di un risultato che rischia di disallineare il regime di tutela applicabile all'offerta di prodotti che, invece, sul piano sostanziale vanno assoggettati a regimi identici.

Discorso diverso vale invece per quelle cripto attività che sono escluse dal MiCAR – come, ad es., gli NFT – in relazione ai quali avrebbe piena vocazione ad applicarsi la disciplina del "prodotto finanziario", giacché gli NFT non sarebbero né cripto attività soggette a MiCAR, né strumenti finanziari soggetti a MiFID II.

Occorre osservare sul punto che l'art. 39, primo comma, del d.lgs. 5 settembre 2024, n. 129 (di adeguamento della normativa nazionale al Regolamento MiCA) esclude espressamente dall'ambito di applicazione della disciplina sui "prodotti finanziari" del t.u.f. le cripto attività che rientrano nell'ambito di applicazione del MiCAR. La disposizione è sicuramente di rilievo e di ausilio all'interprete. Resta, tuttavia, il problema del disallineamento delle tutele a seconda che il prodotto sia o meno tokenizzato: se lo strumento è tokenizzato, infatti, l'emittente sarà tenuto alla redazione del *white paper* secondo le regole del MiCAR; se lo strumento, invece, non è tokenizzato, il prospetto ai fini dell'offerta al pubblico sarà redatto secondo le regole del t.u.f. e sottoposto al vaglio e preventiva autorizzazione dell'Autorità amministrativa (Consob). Inoltre, sintanto che non si risolve la questione di fondo, volta a stabilire con precisione cosa rientra nel MiCAR, e cosa vi è escluso, in quanto rientrante nell'ambito di MiFID II, l'incertezza permane.

Da ultimo, una terza criticità attiene alla disciplina degli strumenti derivati, una sub-categoria di "strumenti finanziari" il cui intrecciarsi con le categorie delineate dal MiCAR fa sorgere questioni particolari. Le cripto attività con una componente derivativa che hanno come sottostante uno strumento che si qualifica come "strumento finanziario" rientrano pacificamente nell'ambito di applicazione della MiFID II [27], così come le cripto attività che hanno come sottostante un indice tipicamente finanziario. La questione si complica per quelle cripto attività che hanno come sottostante un "bene" o una "merce" [28]. Questi strumenti, ai sensi della MiFID II, rientrano nel novero degli "strumenti finanziari" se – in sintesi – il loro regolamento a scadenza avviene in contanti o se sono negoziati su una sede di negoziazione MiFID. Si pongono, tuttavia, almeno due questioni. La prima riguarda il regolamento in contanti e quindi se possa qualificarsi come "strumento finanziario" un token con componente derivativa il cui regolamento avviene non con valuta ufficiale ma con cripto attività [29]. La seconda è se i token con una componente derivativa, scambiati su una piattaforma che non è una sede di nego-

[27] Si veda art. 4, par. 1, punto (44), lett. *c*).

[28] Si veda Allegato I, Sezione C, punti (5), (6), (7) and (10), MiFID II.

[29] Si veda ESMA, nota 20, punto (53), 16.

ziazione MiFID, ma ne presenta le caratteristiche sostanziali, debbano essere assoggetti al MiCAR o siano, invece, da considerare ricompresi disciplina MiFID. Questo tema è particolarmente significativo perché pone in discussione la bontà dell'approccio fino ad oggi privilegiato, ovvero quello che, in un precedente contributo, abbiamo definito come "bottom-up" e che guarda al token e alle sue caratteristiche per identificare la disciplina applicabile [30]. Un approccio "top-down" che guarda invece ai mercati secondari in cui questi strumenti sono scambiati per determinare l'inquadramento giuridico aprirebbe nuove prospettive che andrebbero adeguatamente indagate.

Per riassumere, il confronto tra MiFID II e MiCAR evidenzia tre criticità.

La prima riguarda l'incerta definizione di "strumento finanziario" contenuta nella MiFID II, che rifacendosi a nozioni proprie del diritto societario degli Stati membri determina un'applicazione difforme della disciplina nei vari ordinamenti. L'ambito di applicazione della MiFID II definisce, in negativo, l'ambito di applicazione della MiCAR e, pertanto, gli incerti confini del primo rendono incerti anche i confini del secondo.

La seconda criticità riguarda quegli ordinamenti che contengono una nozione interna, come quella italiana di "prodotto finanziario", che adotta un approccio funzionale ed è quindi più ampia della nozione di "strumento finanziario" della MiFID II. Con l'avvento del MiCAR, non è chiaro se questa nozione domestica mantenga un proprio ambito applicativo o sia, invece, destinata ad una sostanziale disapplicazione visto che tutti i token che non sono strumenti finanziari ai sensi della MiFID II dovrebbero essere catturati dalla categoria residuale degli "*other than...*" del MiCAR. Stabilire, come fatto dall'art. 39, primo comma, del d.lgs. 5 settembre 2024, n. 129, che gli asset ricompresi nel MiCAR *non sono* prodotti finanziari ai sensi del t.u.f. non risolve il problema, e anzi forse lo aggrava per due ragioni: in primo luogo, perché non è affatto chiaro cosa rientri e cosa non rientri nel MiCAR; dall'altro, perché a seconda che un medesimo asset sia tokenizzato o meno ne derivano, in modo del tutto ingiustificato, regimi di tutela molto diversi.

La terza criticità riguarda una particolare categoria di cripto attività, ovvero le cripto attività con componente derivativa e che abbiano un sottostante classificabile come un "bene" o una "merce". Per queste cripto attività, quando sono negoziate su una piattaforma che non è una sede di negoziazione MiFID ma ne presenta le caratteristiche, si pone il dubbio se debba applicarsi la MiFID II o il MiCAR. Il fatto che la piattaforma non sia una sede di negoziazione MiFID potrebbe indurre a escludere l'applicazione della MiFID II; tuttavia, la soluzione non appare pienamente coerente, e potrebbe suggerire di considerare un approccio diverso.

---

[30] Sia consentito il richiamo a F. Annunziata, *Speak, if you can: what are you? An alternative approach to the qualification of tokens and initial coin offerings*, in 17 *European Company and Fin. L. Rev.*, 2020, 129 ss. Id., *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, in questa *Rivista*, 2018, 40 ss.

6. *Conclusioni.*

La qualificazione delle cripto attività nella legislazione esistente è un esercizio a dir poco complesso. L'approccio adottato dal legislatore europeo è analitico, basato su tassonomie apparentemente puntuali. Tuttavia, l'ambito di applicazione della disciplina delle cripto attività è difficile da individuare perché esso dipende da quello della regolamentazione finanziaria pre-esistente, i cui confini sono resi labili anche dai diritti nazionali che si applicano in aggiunta al diritto UE.

L'approccio dell'UE, che si sforza di fornire una maggiore certezza giuridica *ex-ante* attraverso una legislazione dettagliata e prescrittiva, si scontra, in definitiva, con l'incapacità delle norme di disciplinare in modo chiaro gli aspetti più rilevanti. Il nuovo Regolamento MiCA si inserisce poi in un contesto regolamentare che rimane frammentato, caratterizzato da un insufficiente coordinamento con il substrato delle regole nazionali di diritto societario e privato, da cui conseguono particolari effetti negativi sul piano della certezza del confine tra MiCAR e MiFID.

Questi aspetti mettono in dubbio il già discutibile (ad avviso di chi scrive) principio di neutralità tecnologica, di cui, come abbiamo visto, la disciplina dell'UE dichiara di essere espressione. A ben vedere, in questa intricata materia, non vi è, salvo pochi casi (il Pilot Regime) alcuna neutralità tecnologia: piuttosto, la nuova tecnologia a registro distribuito mette in crisi le categorie tradizionali.

Da ciò potrebbe, o forse dovrebbe, derivare lo stimolo ad un ripensamento radicale di nozioni fondamentali, come quella di strumento finanziario, nel contesto della disciplina del mercato dei capitali UE. Un nuovo approccio che sia, in definitiva, più attento a profili funzionali, piuttosto che a quelli formali del variopinto universo di strumenti che si rinviene nelle definizioni del diritto dell'Unione.

Identificazione dei soci e legittimazione all'esercizio dei diritti sociali nell'ambiente DLT

Shareholders' identification and exercise of corporate rights in DLT environment

Silvia Corso*

ABSTRACT

Tra i vantaggi della tecnologia DLT con riferimento alla relazione tra la società emittente e i soci investitori sono stati diffusamente segnalati, da un lato, la trasparenza e l'accessibilità del registro distribuito che dovrebbero assicurare l'identificazione immediata dei titolari delle partecipazioni emesse in forma digitale e, dall'altro lato, la possibilità per l'emittente di verificare in tempo reale la legittimazione dei soci all'esercizio dei diritti sociali.
Il contributo esamina, sotto entrambi i profili, le disposizioni contenute nel regime di sperimentazione Pilota introdotto dal decreto "*Fintech*" n. 25/2023 nell'intento di verificare se ed in che misura le opportunità derivanti da questa nuova tecnologia siano state effettivamente colte dal legislatore. Al riguardo appare fondamentale conoscere come funziona l'infrastruttura tecnologica per comprendere come essa interagisce con le regole di diritto societario. L'identificazione dei titolari degli strumenti finanziari digitali richiede infatti l'uso di apposite tecniche di decrittazione e, a seconda di come è in concreto configurata l'infrastruttura tecnologica, il processo può risultare meno immediato di quanto a prima vista suggerisca la natura "distribuita" del registro DLT. Anche con riferimento alla legittimazione all'esercizio dei diritti sociali, il *design* dell'infrastruttura può avere ricadute significative, così come la circostanza che l'emittente sia o meno il soggetto responsabile della tenuta del registro DLT. Molte questioni sono lasciate aperte dal legislatore e rimesse alla discrezionalità degli operatori; altre sono state invece affrontate cercando di trasporre nell'ambiente DLT soluzioni concepite in relazione al diverso regime di emissione e circolazione scritturale delle partecipazioni, con soluzioni che talvolta mancano di cogliere appieno le potenzialità offerte dalla nuova tecnologia.

It has been widely recognized that the adoption of Distributed Ledger Technology (DLT) offers significant advantages in the context of corporate governance, particularly in the relationship between companies and their shareholders. For instance, the transparency and accessibility of the distributed ledger enable the immediate identification of crypto-

* Professoressa associata di diritto commerciale, Università degli Studi di Cagliari; e-mail: silviacorso@unica.it.

shareholders and allow issuers to verify, in real time, the entitlement of shareholders to exercise their corporate rights. This article examines the provisions introduced under the DLT Pilot Regime, as set forth in Decree No. 25/2023 ("Fintech" Decree), with the aim of assessing whether, and to what extent, the Italian legislator has capitalized on the opportunities offered by DLT technology.
In this context, it is essential to analyze the functioning of the technological infrastructure and its interaction with corporate law provisions. The identification of digital financial instrument holders often requires the use of specific decryption techniques. Moreover, depending on the design of the DLT infrastructure, the identification process may not always be as swift as the distributed nature of the ledger might initially suggest. With regard to the exercise of shareholder rights, the design of the DLT infrastructure can have significant implications, particularly when considering whether the issuer acts as the entity responsible for maintaining the DLT register.
The legislator has left several issues open to discussion, while other aspects have been addressed by adapting solutions developed within the framework of dematerialized shares to the DLT environment. However, this approach does not always fully leverage the opportunities offered by distributed technologies.

SOMMARIO:

1. I vantaggi e le sfide della tecnologia DLT nella relazione tra società emittente e soci investitori. – 2. Identificazione dei soci e legittimazione all'esercizio dei diritti sociali nell'ambiente DLT: i soggetti coinvolti. – 3. Caratteristiche dell'infrastruttura tecnologica e regole di diritto societario: pseudo-anonimato e nominatività obbligatoria dei titoli azionari. – 4. Tecniche di identificazione dei soci e tutela dei dati personali nell'ambiente DLT. – 5. La verifica della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali: l'accesso della società emittente al registro DLT e il mantenimento della regola della *record date*. Considerazioni critiche. – 6. L'esercizio dei diritti sociali tramite il possesso delle chiavi crittografiche private.

1. *I vantaggi e le sfide della tecnologia DLT nella relazione tra società emittente e soci investitori.*

Uno dei vantaggi più ampiamente sottolineati dell'impiego della tecnologia a registri distribuiti rispetto all'operazione di emissione e di collocamento degli strumenti finanziari deriva, com'è noto, dalla possibilità di eliminare le complesse catene di intermediari che caratterizzano l'attuale sistema di circolazione delle partecipazioni societarie e, in particolare, di quelle emesse in forma scritturale [1].

[1] Sugli inconvenienti derivanti dalla complessa catena di intermediari che si interpongono tra investitori ed emittenti nell'esercizio dei diritti sociali (e in particolare del diritto di voto) v. M. KAHAN, E. ROCK, *The Hanging Chads of Corporate Voting*, in *The Georgetown Law Journal*, 96, 2008, 1227 ss. e v. altresì P. PAECH, *Securities, intermediation and the blockchain: an inevitable choice between liquidity and legal certainty?*, 2016, 9 ss., disponibile su https://ssrn.com; C.W. MOONEY jr,

Appare quindi di un certo interesse, alla luce del nuovo regime di sperimentazione *Fintech* recentemente introdotto nel nostro ordinamento in seguito all'entrata in vigore del regolamento europeo "*Pilot Regime*" [2], indagare e sottoporre a verifica l'affermazione ricorrente secondo cui nell'ambiente DLT è possibile *l'immediata* identificazione dei titolari degli strumenti finanziari digitali e una verifica *in tempo reale*, da parte della società emittente, della legittimazione dei soci all'esercizio dei diritti sociali.

Pur nella consapevolezza della varietà di configurazioni che la tecnologia DLT può assumere in concreto e dell'imprevedibilità dei suoi sviluppi futuri, ci si può infatti domandare se e come le potenzialità comunemente ascritte alla tecnologia DLT siano state sfruttate nel regime di sperimentazione introdotto dal legislatore europeo e successivamente dal legislatore domestico tramite il c.d. decreto *Fintech*.

In letteratura sono state diffusamente evidenziate le caratteristiche di maggiore trasparenza ed accessibilità dei registri basati sulla tecnologia DLT, sottolineandosi in particolare la possibilità di assicurare l'accesso al registro da parte di tutti gli utenti del *network*, in netto contrasto con l'opacità del sistema scritturale, che comporta invece la necessità di reperire le informazioni relative all'identità dei titolari degli strumenti attraverso la lunga catena degli intermediari partecipanti al sistema [3].

Secondo un'opinione diffusa, la tecnologia a registri distribuiti rende più agevole per la società emittente identificare, senza necessità del ricorso ad intermediari, i titolari degli strumenti finanziari digitali e verificarne la legittimazione all'esercizio dei diritti sociali, con possibilità di risolvere le inefficienze derivanti dalla necessità di aggiornare il libro dei soci [4].

Beyond Intermediation: a New (FinTech) Model for Securities Holding Infrastructures (2020), 387 ss., disponibile su https://scholarship.law.upenn.edu. Nella letteratura domestica cfr. il contributo monografico di M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle società quotate*, Torino, Giappichelli, 2012, 15 ss.

[2] Si tratta del d.l. 17 marzo 2023, n. 25 (conv. in l. n. 52/2023), recante «Disposizioni urgenti in materia di emissioni e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione FinTech» (d'ora in poi "decreto *Fintech*"). La disciplina europea di riferimento è contenuta nel regolamento relativo a un «Regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registri distribuiti» (d'ora in poi "reg. UE *Pilot Regime*").

[3] Gli inconvenienti del regime scritturale derivanti dalla necessità di risalire lungo la catena di intermediazione per identificare gli azionisti, nonché per trasmettere loro le informazioni rilevanti ai fini dell'esercizio dei diritti sociali sono stati, come è noto, alla base delle direttive *Shareholders Rights* (v. in particolare i considerando 7 e 8, dir. 2017/828/UE SRD II) e delle conseguenti modifiche apportate agli artt. 82 ss. t.u.f. dall'art. 2 del d.lgs. n. 49/2019. Cfr., inoltre, gli artt. 41-47-*bis* del Provvedimento unico sul *post-trading* della Consob e della Banca d'Italia del 13 agosto 2018 (agg. 10 ottobre 2022), contenente la disciplina delle controparti centrali, dei depositari centrali e dell'attività di gestione accentrata.

[4] Sui vantaggi derivanti dalla tecnologia DLT sotto il profilo della riduzione dei costi organizzativi nella relazione tra soci investitori e società emittente, v. D. YERMACK, *Corporate Governance*

Con riguardo alla relazione tra società emittente e soci investitori, sono state segnalate inoltre le opportunità derivanti dalla possibilità di consentire, tramite la piattaforma DLT, l'esercizio *diretto* dei diritti sociali da parte dei titolari delle partecipazioni tokenizzate, ancora una volta senza necessità di ricorrere agli intermediari per la trasmissione delle informazioni relative ai diritti esercitabili [5].

Se questi sono alcuni dei vantaggi più frequentemente ascritti alla tecnologia a registri distribuiti, altrettanto note sono le criticità che l'implementazione di questi sistemi comporta in termini di necessità di garantire la sicurezza dell'infrastruttura tecnologica contro eventuali rischi di compromissione e/o manomissione [6].

Viceversa, un'attenzione minore è stata dedicata alle procedure su cui si basa il funzionamento della tecnologia a registri distribuiti e ai meccanismi che sovraintendono all'accessibilità e alla trasparenza dei registri DLT nell'ottica di assicurare l'identificazione dei titolari degli strumenti digitali, nonché la verifica "*real time*" della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali.

Com'è noto, il legislatore – sia europeo che nazionale – in ossequio al principio della c.d. neutralità tecnologica ha regolato le fasi di emissione, collocamento e negoziazione degli strumenti finanziari digitali nell'ambiente DLT, a prescindere dalle specifiche caratteristiche tecniche della tecnologia utilizzata [7].

La regolazione è pertanto tendenzialmente indifferente alla modalità in cui è strutturata la rete DLT e alle diverse configurazioni che essa può assumere in concreto. Al contempo, però, essa non sembra poter prescindere dalla conoscenza del funzionamento dell'infrastruttura tecnologica ed anzi tale conoscenza è pre-

---

and Blockchains, in *Oxford Review of Finance*, 2017, 8 ss.; S. Blemus, D. Guégan, *Initial Crypto-asset Offerings (ICOs), tokenization and corporate governance*, electronic copy available at: https://ssrn.com, 2019, 13 ss.; A. Lafarre, C. Van der Elst, *Blockchain Technology for Corporate Governance and Shareholder Activism*, in *ECGI Working Paper Series* n. 390/2018, disponibile all'indirizzo https://ssrn.com; F. Panisi, R.P. Buckley, D.W. Arner, *Blockchain and Public Companies: a Revolution in Share Ownership Transparency, Proxy Voting and Corporate Governance?*, 2019, 9 ss., disponibile http://ssrn.com; N. Abriani, *Rappresentazione e circolazione di partecipazioni di società di capitali mediante la tecnologia DLT*, in *ODCC*, 2022, 369 ss.; N. Ciocca, *Potenzialità e rischi della DLT nel Regime pilota e nel Decreto in materia di strumenti finanziari in forma digitale*, in questa *Rivista*, 2024, 853 ss.

[5] Cfr., in particolare, F. Panisi, R.P. Buckley, D.W. Arner, (nt. 4), 12 ss.; C.W. Mooney jr., (nt. 1), 395.

[6] La consapevolezza dei rischi informatici derivanti dalla crescente digitalizzazione del settore finanziario è stata alla base, com'è noto, del regolamento 2024/2554/UE sulla resilienza operativa digitale (denominato "DORA", d'ora in poi reg. "DORA"), che si propone di mitigare le vulnerabilità generate dai sistemi di ICT. In letteratura v., da ultimo, C. Sandei, *Fintech e gestione del rischio informatico*, in *Diritto del* Fintech[2], a cura di M. Cian e C. Sandei, Padova, Cedam, 2024, 19 ss. e cfr. inoltre A. Tina, *Cybersicurezza: integrità dei processi e dei dati*, in *ibidem*, 89 ss.

[7] Il principio di neutralità tecnologica è affermato con chiarezza nei considerando 9 e 10 del reg. UE *Pilot*, secondo cui «i gestori delle infrastrutture di mercato DLT dovrebbero garantire di essere in grado di rispettare tutti i requisiti applicabili, indipendentemente dalla tecnologia utilizzata».

supposto indispensabile non solo per calibrare meglio le scelte regolatorie, ma anche in vista dell'applicazione e della valutazione degli effetti della disciplina al termine del periodo di sperimentazione.

Una delle sfide poste dall'impiego delle tecnologie a registri distribuiti nel settore finanziario risiede, infatti, nell'interazione tra tecnologia e regolamentazione giuridica e consiste nel cogliere le opportunità dell'infrastruttura DLT senza imporre eccessivi vincoli agli operatori e minimizzando al contempo i potenziali rischi, nel tentativo di adattare le regole di diritto societario e di diritto dei mercati finanziari ai nuovi strumenti digitali [8].

2. *Identificazione dei soci e legittimazione all'esercizio dei diritti sociali nell'ambiente DLT: i soggetti coinvolti.*

Com'è noto, il regime Pilota europeo consente l'emissione in forma tokenizzata di alcune categorie di strumenti finanziari e disciplina la fase della loro negoziazione in apposite infrastrutture di mercato DLT, trasponendo nel nuovo ambiente digitale – con alcune significative esenzioni – la regolamentazione preesistente sull'offerta al pubblico di strumenti finanziari secondo la tecnica della c.d. *sandbox* regolamentare [9].

Nella cornice del regime di sperimentazione europeo, il legislatore domestico ha emanato il decreto *Fintech*, che disciplina la fase di emissione degli strumenti finanziari digitali e ne delinea il regime di circolazione e di legittimazione all'esercizio dei diritti sociali, con particolare riguardo agli effetti e ai soggetti coinvolti, distinguendo a seconda che gli strumenti finanziari digitali siano o meno scritturati presso un'infrastruttura di mercato DLT [10].

Una delle peculiarità del decreto *Fintech* è quella di aver affiancato al sistema

---

[8] V. V. Akgiray, *Blockchain Technology and Corporate Governance*, OECD Directorate for Financial and Enterprise Affairs Corporate Governance Committee, 2018, 20 s.

[9] Sul reg. UE *Pilot Regime* v., tra gli altri, F. Annunziata, A.C. Chisari, P.R. Amendola, *DLT-based Trading Venues and EU Capital Markets Legislation: State of the Art and Perspectives under the DLT Pilot Regime*, in *Bocconi Legal Studies Research Paper Series*, 2023, electronic copy available at: https://ssrn.com.

[10] Nel decreto *Fintech* è stato infatti inserito un autonomo complesso di norme (artt. 18-26-*bis* del d.l. n. 25/2023) per l'ipotesi in cui gli strumenti finanziari digitali, pur essendo scritturati su un registro DLT, non siano tuttavia negoziati in infrastrutture di mercato DLT (ovvero in un sistema di regolamento DLT – "SS DLT" – oppure in un sistema integrato di negoziazione e regolamento DLT – "TSS DLT"). In quest'ultima eventualità il registro per la circolazione digitale sarà tenuto da un "responsabile del registro" – anziché dal gestore dell'infrastruttura di mercato DLT – che potrà essere in ipotesi lo stesso emittente degli strumenti finanziari digitali. V., al riguardo, G.P. La Sala, *Mercati e servizi per gli strumenti finanziari tokenizzati*, in *Diritto del* Fintech^2, a cura di M. Cian e C. Sandei, (nt. 6), 563 s.

di negoziazione previsto nel regolamento europeo, basato sulla presenza di infrastrutture di mercato sostanzialmente assimilabili a quelle tradizionali (anche se operanti mediante tecnologia DLT in regime di parziale esenzione dalla disciplina MiFID), un regime incentrato sulla figura del responsabile del registro, il quale può coincidere con il soggetto che emette gli strumenti finanziari digitali [11].

Il rapporto tra società emittente e titolari degli strumenti digitali può risultare pertanto più o meno intermediato [12] a seconda che vi sia (oppure no) l'interposizione delle infrastrutture di mercato DLT ed assume inoltre un rilievo non marginale la specifica configurazione assunta dalla rete DLT.

Quanto al primo profilo, è evidente che, nell'ipotesi in cui gli strumenti digitali non sono scritturati in infrastrutture di mercato DLT e l'emittente assume anche la funzione di responsabile del registro DLT, la relazione tra società e soci investitori potrà caratterizzarsi nei termini di una maggiore disintermediazione [13].

Diversamente, qualora gli strumenti digitali siano registrati presso un'infrastruttura di mercato DLT ed il responsabile del registro sia un soggetto diverso dalla società emittente (a seconda dei casi, un SS DLT o un TSS DLT) non si potrà prescindere dagli intermediari, in modo simile per certi versi a quanto accade nel sistema di gestione accentrata degli strumenti dematerializzati.

Tutto ciò ha importanti implicazioni per quanto concerne l'identificazione dei soci e la verifica della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali, in quanto soltanto nel primo caso tali attività potranno essere svolte direttamente dall'emittente che tiene il registro DLT (sempre che, ovviamente, non vi sia stata l'esternalizzazione del servizio di identificazione in capo a terzi *identity providers*).

Viceversa, nella seconda ipotesi bisognerà avvalersi della collaborazione degli intermediari, sebbene la situazione possa poi atteggiarsi diversamente a seconda del concreto assetto dell'infrastruttura tecnologica.

Sotto quest'ultimo profilo, non si possono ignorare le profonde differenze che intercorrono tra una DLT *public* (*permissionless*), che consente l'accesso a tutti

---

[11] Cfr., al riguardo, G.P. La Sala, (nt. 10), 556 s.

[12] Nel senso che si tratti di un sistema caratterizzato comunque da un certo grado di intermediazione, v. M. Libertini, *Sull'evoluzione dei titoli di credito*, relazione al Convegno "*La Rivista del Diritto commerciale e la cultura giuridica. 120 anni*", pubblicata nel volume degli atti in *Riv. dir. comm.*, 2024, 116 e cfr., altresì, S. Corso, A. Laudonio, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra* crowdfunding *e nuovi ambienti digitali*, in questa *Rivista*, 2024, 146 s.; G.P. La Sala, (10), 561 s. M.T. Rodi, V. Santoro, *Prime considerazioni sulle disposizioni urgenti in tema di strumenti finanziari in forma digitale*, in *Diritto banca e mercato fin.*, 2024, 30. Anche M. Passaretta, *Prime (brevi) riflessioni a margine del decreto* Fintech, in *Dir. comm. digitale*, 2024, 150, pur enfatizzando la disintermediazione come cifra distintiva della DLT, riconosce che il sistema infrastrutturale previsto dal d.l. n. 25/2023 si basa pur sempre sulla presenza di un soggetto responsabile della gestione del registro per la circolazione digitale.

[13] In questo senso v. altresì G.P. La Sala, (nt. 10), 561, il quale afferma che in questo caso il modello circolatorio raggiunge «il massimo grado di semplificazione». E cfr. inoltre N. Ciocca (nt. 4), 854.

gli utenti della piattaforma ed una DLT *private* (*permissioned*) ad accesso ristretto, in cui l'ingresso al *network* è condizionato al rilascio dell'autorizzazione da parte di determinati nodi, senza tacere poi delle possibili configurazioni ibride, che possono prevedere un accesso libero con attribuzione a certi nodi di funzioni di controllo, di validazione o di supervisione rispetto alle operazioni relative agli strumenti finanziari scritturati nel registro DLT [14].

Com'è noto, il regime di sperimentazione *Fintech* è stato concepito in modo da lasciare ampi spazi agli operatori nella concreta configurazione dell'infrastruttura tecnologica, con l'unico obbligo, previsto in capo al soggetto che si candida ad assumere la funzione di responsabile del registro DLT, di rendere disponibile al pubblico «un documento contenente le informazioni relative alle modalità operative del registro per la circolazione digitale e ai dispositivi a tutela della sua operatività» [15].

Tuttavia, con riguardo alla questione dell'identificazione degli azionisti e alla loro legittimazione all'esercizio dei diritti sociali, il *design* dell'infrastruttura tecnologica è tutt'altro che indifferente e appare difficile prescindere dalle caratteristiche tecniche della piattaforma DLT, in quanto esse influiscono non poco sulla comprensione del fenomeno giuridico oggetto di regolazione.

---

[14] Sulle diverse e molteplici configurazioni che può assumere la tecnologia DLT v., tra gli altri, i contributi pubblicati nel volume a cura di F. MÖSLEIN, S. OMLOR, *FinTech-Handbuch*, München, C.H. Beck, 2024, 97 ss. e cfr., altresì, con particolare riguardo alla *blockchain*, una delle più diffuse tecnologie a registri distribuiti, P. MATERA, A. BENINCAMPI, voce *Blockchain*, in *Digesto disc. priv., sez. comm*., IX agg., a cura di S. Bellomo, M. Cian, G. Ferri jr., D.U. Santosuosso, Torino, Utet, 2022. Cfr., inoltre, il Report dell'ESMA *Report on the DLT Pilot Regime*, 27.9.2022, 12, nel quale sono individuate tre diverse possibili configurazioni dell'infrastruttura DLT: «a) "*public DLT" as a DLT network in which virtually anyone can access and participate in the validation and consensus process (so-called "unrestricted DLT")*; b) "*private DLT" as a DLT network limiting access and participation in the validation and consensus process to selected participants ("restricted DLT")*; c) "*permissioned DLT" as "a DLT network with unrestricted access (i.e. similar to a public DLT on access), but with restricted participation in the validation and consensus process (i.e. similar to a private DLT on validation and consensus)*».

[15] Cfr. l'art. 23, terzo comma, decreto *Fintech* e v., altresì, le ulteriori indicazioni fornite nell'Allegato 2 del regolamento CONSOB sull'emissione e sulla circolazione in forma digitale di strumenti finanziari (adottato il 6 dicembre 2023, con delibera n. 22923, d'ora in poi "reg. CONSOB *Fintech*"), ove si prevede che l'aspirante responsabile del registro debba depositare una relazione tecnica illustrativa che descriva il funzionamento dell'infrastruttura tecnologica, specificando se si tratta di una DLT *permissionless*, *permissioned* oppure di una DLT ibrida. In linea di principio, pertanto, gli operatori sono liberi di configurare l'infrastruttura DLT secondo una qualsiasi delle modalità attualmente disponibili ed anche avvalendosi di una modalità ibrida che combina diverse caratteristiche tecniche.

3. *Caratteristiche dell'infrastruttura tecnologica e regole di diritto societario: pseudo-anonimato e nominatività obbligatoria dei titoli azionari.*

Com'è noto, la tecnologia DLT è la risultante della combinazione di tre diverse tecnologie che interagiscono fra loro: il registro distribuito, la crittografia e gli *smart contracts*. Pertanto, ancor prima di verificare come la regolamentazione giuridica si pone nei confronti dell'infrastruttura tecnologica, appare fondamentale comprendere come funziona, almeno in via di prima approssimazione, la DLT nell'interazione tra le sue varie componenti.

In estrema sintesi si tratta di una tecnologia basata sulla condivisione tramite una piattaforma telematica di un registro digitale distribuito su una serie di nodi interconnessi: il registro viene gestito sulla base di algoritmi di consenso e può essere alterato attraverso l'impiego di *smart contracts*[16], ovvero per il tramite di programmi *software* che, una volta eseguiti sui nodi, replicano le istruzioni impartite e consentono l'automatica esecuzione delle prestazioni in essi dedotte[17]. Attraverso la reciproca interazione di queste tecnologie è possibile creare un ambiente nel quale il registro DLT è tenuto e aggiornato secondo modalità automatiche e sincronizzate presso ciascun nodo che compone la rete.

Per quel che qui maggiormente interessa, occorre sottolineare come, di norma, gli strumenti finanziari digitali scritturati nel registro DLT sono detenuti dai titolari attraverso anonimi *digital wallets*, accessibili attraverso l'uso di chiavi crittografiche private.

Inoltre, gli utenti operano sulla piattaforma DLT per lo più avvalendosi di pseudonimi, nonché per il tramite di chiavi pubbliche che non contengono infor-

---

[16] Sulla definizione di *smart contracts* cfr., tra gli altri, C.D. CLACK, *Smart Contract Templates: Legal Semantics and Code Validation*, in 2(4) *J. of Digital Banking*, 2018, 338.

[17] La tecnologia DLT viene definita in modo alquanto laconico dal legislatore europeo (cfr. l'art. 2, par. 1, n. 1-4, reg. UE *Pilot*, secondo cui essa è «una tecnologia che consente il funzionamento e l'uso dei registri distribuiti») e dalla lettura della norma traspare la necessità di integrare la nozione con le altre definizioni contenute nel regolamento, ovvero con la nozione di "registro distribuito" (consistente in «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»), e di nodo di rete DLT («un dispositivo o un'applicazione informatica che è parte di una rete e che detiene una copia completa o parziale delle registrazioni di tutte le operazioni eseguite tramite il registro distribuito»). Un tentativo di fornire una nozione più comprensiva, anche se destinato ad essere superato per effetto dell'entrata in vigore della disciplina europea, è stato compiuto nel nostro ordinamento con l'art. 8-*ter*, primo comma, d.l. n. 135/2018, che designa le DLT come «le tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetturalmente decentralizzato su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l'aggiornamento e l'archiviazione di dati sia in chiaro che ulteriormente protetti da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili». In quest'ultima definizione emerge il riferimento all'impiego delle tecniche crittografiche come parte integrante della tecnologia DLT.

mazioni relative all'identità del titolare degli strumenti scritturati nel registro [18].

Gli utenti della piattaforma DLT beneficiano quindi, in linea di principio, di un certo grado di anonimato, che tuttavia può essere maggiore o minore a seconda di come è concretamente progettata l'infrastruttura. Ad esempio, in una *public* DLT ad accesso aperto ("*permissionless*"), anche se le identità degli investitori sono coperte da pseudonimi, i dettagli delle transazioni sono visibili a tutti gli utenti del *network* ed è pertanto inferiore il grado di opacità della proprietà azionaria, in quanto è possibile associare determinati identificativi ("IDs") a specifici investitori e così risalire agevolmente alle rispettive percentuali di possesso azionario [19].

Tuttavia, nell'ipotesi del ricorso a pseudonimi e a chiavi crittografiche private per l'accesso ai *digital wallets*, l'identificazione dei soci sarà possibile soltanto tramite l'utilizzo di particolari tecniche di "de-crittazione", di cui ci si potrà servire sia nell'ambito della infrastruttura DLT, sia al di fuori della piattaforma grazie al supporto di appositi *identity service providers* [20]. In quest'ultimo caso il servizio di identificazione sarà esternalizzato a soggetti terzi, che forniscono servizi di portafoglio digitale [21].

Nella prassi è particolarmente diffuso il ricorso ai fornitori di servizi di identificazione digitale, che operano al di fuori della piattaforma DLT e spesso si configurano come *custodial wallet providers*, in quanto forniscono servizi di custodia

---

[18] Cfr., sul punto, D. YERMACK, (nt. 4), 16; V. AKGIRAY, (nt. 8), 10 s.

[19] Per un'indagine sulle diverse configurazioni che può assumere la tecnologia DLT in relazione al grado di trasparenza della proprietà degli strumenti finanziari, v. K. MALINOVA, A. PARK, *Market Design and Blockchain Technology*, 2017, electronic copy available at: https://ssrn.com, 10 ss., i quali mettono a confronto «*full transparency settings*» in cui gli identificativi (IDs) che appartengono ai *large investors* sono noti al pubblico e «*opaque ownership settings*», in cui non è possibile invece individuare gli IDs che appartengono ad investitori in possesso di partecipazioni rilevanti. Tra i *settings* più opachi vi sono quelli in cui i *large investors* detengono identificativi diversi per ogni strumento finanziario ("*one share, one ID*"), in modo tale da rendere impossibile per i *traders* «to identify which ID belong to large investors».

[20] Cfr. D. VALIANTE, M. LAMANDINI, D. RAMOS MUNOZ, *The European Strategy on Digital Finance and Its Interplay with Capital Markets Integration in the EU*, in A. DARIUSZ, F. AMTENBRICK, J. DE HAAN, *The Cambridge Handbook of European Monetary, Economic and Financial Integration*, Cambridge, Cambridge University Press, 2023, 534; S. BLEMUS, D. GUÉGAN, (nt. 4), 18 s.; A. LAFARRE, C. VAN DER ELST, (nt. 4), 17.

[21] Sui rischi informatici derivanti dall'esternalizzazione di determinati servizi a fornitori terzi, cfr. il regolamento "DORA", che sottolinea la carenza di omogeneità e di convergenza relativamente al monitoraggio delle dipendenze da fornitori terzi e dei relativi rischi nel settore finanziario (v. considerando 30) e propone un quadro unico di sorveglianza a livello dell'UE, stabilendo alcuni principi fondamentali per la gestione dei rischi anche attraverso un attenta calibratura degli accordi contrattuali (v., in particolare, art. 28 reg. DORA). Sulla necessità per le infrastrutture di mercato DLT e per i responsabili del registro digitale – che siano anche intermediari autorizzati – di rispettare l'articolata disciplina settoriale in tema di esternalizzazione di funzioni v. N. CIOCCA (nt. 4), 851 s.

dei *wallets* su cui sono detenuti gli strumenti finanziari digitali, nonché delle relative chiavi crittografiche di accesso [22].

Questi pur sommari cenni all'operatività concreta delle piattaforme DLT dovrebbero restituire l'idea della complessità del sistema e della necessità per il legislatore di tenere in adeguato conto come l'infrastruttura tecnologica interagisce con le regole di diritto societario che governano l'emissione e la circolazione delle partecipazioni sociali. È evidente, infatti, che anche al netto delle regole speciali dettate dal legislatore nell'ambito del Regime Pilota, la necessità di calare l'infrastruttura tecnologica nel contesto societario potrebbe in astratto indirizzare verso determinate soluzioni dal punto di vista tecnico-infrastrutturale a scapito di altre.

Nel nostro ordinamento vige, com'è noto, la regola della nominatività obbligatoria dei titoli azionari e ci si potrebbe pertanto domandare se essa sia vincolante rispetto alle azioni emesse in forma digitale.

Tuttavia, in assenza di un'espressa deroga contenuta nel regime di sperimentazione introdotto dal decreto *Fintech*, non vi è ragione di ritenere che tale regola non debba applicarsi nell'ambiente digitale [23] e d'altra parte la tecnologia DLT, quale nuova tecnica di rappresentazione delle partecipazioni societarie, non impone l'elaborazione di un ulteriore regime diverso rispetto a quelli nominativo o al portatore [24], sicché la scelta del legislatore pare essersi orientata nel senso di un

---

[22] Si tratta di operatori che sono ora sottoposti a maggiori controlli anche con riferimento al rispetto della disciplina antiriciclaggio. In particolare, con il reg. 2023/1183/UE l'ambito di applicazione della direttiva antiriciclaggio 2018/843/UE è stato esteso ai «prestatori di servizi di portafoglio digitale per cripto-attività». La direttiva 2018/843/UE fornisce una definizione di «prestatore di servizi di portafoglio digitale», la quale include tutti coloro che forniscono «servizi di salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto di propri clienti al fine di detenere, memorizzare e trasferire valute virtuali». Sui prestatori di servizi di portafoglio digitale v. V. De Stasio, *Prestazione di servizi di portafoglio digitale relativi alla valuta virtuale «*nano coins*» e qualificazione del rapporto tra prestatore e utente*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, II, 399 ss. e N. Ciocca, *Servizi di custodia, negoziazione e regolamento di cripto-attività*, in *ODCC*, 2022, 82 ss.

[23] In questo senso sembra orientato N. De Luca, *Strumenti finanziari digitali e principi cartolari*, in *Diritto del* Fintech[2], a cura di M. Cian e C. Sandei, (nt. 6), 231, il quale afferma che la disciplina del decreto *Fintech* «sembra escludere, per novità e specialità, quella del r.d. n. 239/1942 o delle altre leggi speciali in materia di azioni nominative (pur non escludendo il vincolo di nominatività delle azioni)».

[24] V. in questo senso S. Corso, A. Laudonio, (nt. 12), 156 e *ivi* in particolare alla nota 89. Non ha pertanto ragione di porsi da noi la questione, dibattuta invece in altri ordinamenti, circa l'ammissibilità di crypto-azioni al portatore. Cfr., ad esempio, l'attuale dibattito in Germania sulla opportunità di introdurre *crypto Aktien* al portatore. Com'è noto, il legislatore tedesco, nel recepire il regolamento europeo sul Regime Pilota, non ha previsto al momento la possibilità di emettere azioni digitali al portatore, mentre ha consentito l'emissione al portatore di azioni elettroniche (c.d. *Elektronische Aktien*). V., in questo senso, §§ 1 Nr. 2 und 3 eWpG come modificato dalla ZuFinG nel dicembre 2023. Per considerazioni critiche sulla mancata previsione delle azioni crypto al portatore v. J. Lübke, *Das Gesellshaftsrecht der Elektronische Aktie,* in *Kryptoaktien*, a cura di F. Möslein e S. Omlor, Mohr Siebeck, Tübingen, 2024, 39 ss.

adattamento delle regole preesistenti alle opportunità offerte dalla tecnologia a registri distribuiti.

Ciononostante, può avere senso interrogarsi ulteriormente circa la compatibilità con il regime di nominatività obbligatoria dell'uso – piuttosto frequente nell'ambiente DLT – di pseudonimi da parte dei titolari degli strumenti finanziari digitali che operano sulla piattaforma.

Al riguardo il decreto *Fintech* n. 25/2023 non contiene indicazioni puntuali, limitandosi a prevedere in modo laconico che il registro DLT deve consentire l'identificazione diretta o indiretta del soggetto titolare dello strumento finanziario digitale (art. 4).

La norma stabilisce i requisiti che deve possedere il registro basato sulla tecnologia DLT e non indica il soggetto deputato all'identificazione del titolare dello strumento digitale, nella consapevolezza che l'identificazione spesso non avviene in modo immediato, ma richiede passaggi intermedi, così, ad esempio, nell'ipotesi in cui l'identità del titolare sia protetta da pseudonimi e custodita da terzi *identity providers* oppure qualora gli strumenti digitali siano intestati agli intermediari che agiscono per conto dei loro clienti come consentito dall'art. 11 decreto Fintech.

Il legislatore si accontenta pertanto della possibilità di un'identificazione *indiretta* dei titolari degli strumenti finanziari digitali e il riferimento sembra essere proprio alla necessità di risalire all'identità dell'azionista tramite il ricorso a terzi intermediari (che potranno essere, in ipotesi, gli stessi gestori dell'infrastruttura di mercato DLT) oppure ai fornitori di servizi di identità digitale, che ne custodiscono i dati identificativi e le chiavi crittografiche.

Scarne indicazioni si rinvengono altresì nel regolamento CONSOB *Fintech*, che si limita ad imporre al soggetto che presenta l'istanza per l'iscrizione nell'elenco dei responsabili del registro DLT di descrivere nella relazione tecnico-illustrativa l'infrastruttura tecnologica adottata, indicando «le tecniche adottate per l'identificabilità degli utenti che operano in piattaforma» e precisando inoltre se è previsto l'utilizzo di «*identity providers*» per l'identificazione degli utenti [25].

Riguardo alla compatibilità di tali previsioni con la regola della nominatività obbligatoria dei titoli azionari, si può osservare come già in passato si sia discusso circa la possibilità per l'azionista di conservare l'anonimato, perlomeno nelle ipotesi in cui l'identificazione non sia imposta da previsioni di legge [26].

---

[25] V. l'Allegato 2 al reg. CONSOB *Fintech* del 6 dicembre 2023.

[26] Per un'approfondita disamina, anche alla luce del quadro comparatistico, della questione relativa al mantenimento dell'anonimato da parte del titolare di azioni nominative, v. M. GARGANTINI, (nt. 1), 70 ss. Con riferimento poi alla questione specifica della compatibilità della tecnologia DLT con le regole in tema di titoli nominativi v., prima dell'entrata in vigore del decreto n. 25/2023, N. ABRIANI, (nt. 1), 374, il quale ritiene che il vincolo della certificazione dell'identità dell'azionista costituisca un limite rispetto alla possibilità di tokenizzare (persino) azioni non cartolarizzate. Di diverso avviso, N. DE LUCA, *Documentazione crittografica della ricchezza assente*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, 127 ss.

In particolare, al di fuori dei casi in cui la comunicazione dei dati identificativi dell'azionista ed il successivo aggiornamento del libro soci siano imposti in ragione del verificarsi di determinati eventi societari (ad esempio, ai fini dell'esercizio del diritto di voto in assemblea o del pagamento dei dividendi), ci si è chiesti se la nominatività dei titoli osti al mantenimento dell'anonimato da parte dell'azionista [27].

Com'è noto, per le società con titoli quotati nei mercati regolamentati, il diritto degli emittenti di richiedere i dati identificativi degli azionisti è previsto in termini ampi nella seconda direttiva "*Shareholders Rights*" (dir. 2017/828/UE, "SRD II"), al fine di facilitare l'esercizio dei diritti sociali ed incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti. L'art. 83-*duodecies* t.u.f. prevede il diritto dell'emittente di richiedere all'intermediario, in qualsiasi momento, i nominativi degli azionisti che superano una certa soglia di possesso azionario, senza che questi ultimi possano rifiutare la loro identificazione [28].

Viceversa, è discussa l'esistenza di un principio *generale* di trasparenza dell'azionariato ricollegabile di per sé alla nominatività dei titoli azionari, in quanto quest'ultima ha progressivamente perso, com'è noto, la sua rilevanza sul piano delle modalità di circolazione delle azioni, mantenendo invece un rilievo sul piano della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali, la quale non può prescindere dalla previa comunicazione del nominativo del socio [29].

Tuttavia, a prescindere dalla necessità di verificare la legittimazione dell'azionista in occasione degli eventi che comportano l'esercizio dei diritti sociali e delle ipotesi specificamente previste dalla legge [30], non sembra che l'obbligo di aggior-

---

[27] Sul punto v., con opinioni diverse, in relazione al testo previgente dell'art. 83-*duodecies* t.u.f., N. De Luca, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di* record date, empty voting *e "proprietà nascosta" di azioni*, in *RDS*, 2010, I, 331, il quale ritiene che l'anonimato sia incompatibile con la nominatività obbligatoria delle azioni (salva l'ipotesi delle azioni di risparmio) e M. Gargantini, (nt. 1), 71, il quale viceversa propende per il mantenimento del diritto dell'azionista all'anonimato, salvo i casi in cui l'identificazione sia imposta dalla legge.

[28] L'art. 83-*duodecies* prevede, com'è noto, che la richiesta di identificazione possa essere formulata, oltre che dall'emittente, anche su istanza di tanti azionisti che rappresentino una certa aliquota del capitale (comma terzo).

[29] Cfr. P. Spada, *La circolazione della "ricchezza assente" alla fine del millennio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I, 418 e v. altresì, per la ricostruzione del relativo dibattito, N. De Luca, *Appunti su titoli di credito nominativi e azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, 345 s.

[30] Obblighi di identificazione delle parti nelle operazioni di trasferimento delle cripto-attività sono ora imposti dalla disciplina antiriciclaggio contenuta nel reg. 2023/1113/UE, riguardante i flussi informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e di cripto-attività, qualora effettuati tramite tecnologia a registri distribuiti. In particolare, l'art. 14, parr. 1 e 2, reg. 2023/1113/UE, impone che i prestatori di servizi per le cripto-attività accompagnino i trasferimenti con i dati informativi relativi al cedente e al cessionario (comprensivi dei loro nomi e relativi indirizzi, nonché dell'indirizzo nel registro distribuito del cedente e del cessionario). La disciplina europea è stata recentemente attuata in Italia con il d.lgs. n. 129/2024.

namento del libro soci, previsto anche nel contesto della disciplina dei titoli scritturali, (pre)supponga un previo *diritto* dell'emittente di conoscere in ogni momento la composizione del proprio azionariato [31].

Ora, con riferimento all'ambiente DLT e agli strumenti finanziari digitali inclusi nell'attuale disciplina *Fintech*, non sembrano porsi esigenze di tutela della trasparenza dell'azionariato analoghe a quelle riscontrabili in relazione ai titoli negoziati sui mercati regolamentati, in quanto, per un verso, si tratta di strumenti caratterizzati da una minore liquidità, stanti limiti quantitativi imposti dal regolamento europeo [32] e, per altro verso, il regime di sperimentazione non può trovare applicazione in relazione ai titoli quotati o destinati alla quotazione nelle tradizionali sedi di negoziazione, per i quali continua ad applicarsi il vincolo della dematerializzazione in regime di gestione accentrata [33].

Inoltre, agli strumenti finanziari digitali disciplinati dal decreto *Fintech* non si applica la disciplina cartolare in tema di azioni nominative, né le norme sulla de-

---

[31] Com'è noto, nel contesto della gestione accentrata, l'art. 83-*undecies* t.u.f. impone agli emittenti di aggiornare il libro soci in conformità alle comunicazioni effettuate dagli intermediari (nonché in occasione di una sollecitazione delle deleghe di voto), ma non prevede che l'emittente possa procedere all'aggiornamento di sua iniziativa (cfr. F. MARTORANO, *Titoli di credito dematerializzati*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu, F. Messineo, Milano, Giuffrè, 2020, 221). Inoltre, per le azioni cartacee nominative, l'art. 2370, terzo comma, c.c. stabilisce che la società provvede all'iscrizione nel libro soci di coloro che hanno partecipato all'assemblea o che hanno effettuato il deposito dei titoli, a conferma che il libro soci non svolge più alcuna funzione legittimante e che il suo aggiornamento assolve ad una generica funzione informativa sulla composizione della compagine sociale. Non stupisce peraltro che la frequenza e la tempestività con cui l'emittente deve procedere all'aggiornamento del libro soci siano maggiori nelle società con titoli dematerializzati, piuttosto che nelle società chiuse con azioni cartacee (sul punto cfr. F. BRIZZI, *La dematerializzazione delle quote di S.r.l. PMI*, in *Società*, 2024, 797), a conferma che l'esigenza di trasparenza dell'azionariato è sentita maggiormente nelle società che si aprono ai mercati e non è invece di per sé collegata alla regola della nominatività obbligatoria dei titoli azionari.

[32] Com'è noto, il reg. UE Regime Pilota fissa il limite massimo di 9 miliardi di euro come valore di mercato aggregato degli strumenti negoziabili in infrastrutture di mercato DLT e pone inoltre limiti alla capitalizzazione di mercato degli emittenti (limiti che non possono superare, rispettivamente, i 500 milioni di euro per le azioni e i 200 milioni di euro per le obbligazioni societarie, così l'art. 3 reg. UE Pilota).

[33] In questo senso v. FAVA, *L'incorporazione digitale degli strumenti finanziari*, in *Banca borsa tit. cred*., 2024, I, 129; G.P. LA SALA, (nt. 10), 558 s.; N. De LUCA (nt. 23), 232; N. CIOCCA (nt. 4), 841. Secondo U. MALVAGNA, Digital securities*: prime note sul decreto di attuazione del DLT Pilot*, in *Diritto Bancario*, 20 marzo 2023, è possibile per gli emittenti quotati in mercati regolamentati realizzare «emissioni private» di strumenti finanziari digitali «per testare sul campo la tecnologia prima di muovere verso emissioni di strumenti da scambiarsi presso sedi di negoziazione». Queste ultime dovranno però avvenire necessariamente in regime di dematerializzazione, in quanto nel regime pilota la deroga all'obbligo di rappresentazione in forma scritturale presso un depositario centrale opera soltanto per gli strumenti digitali destinati ad essere negoziati nelle apposite infrastrutture di mercato DLT e non consente invece la "tokenizzazione" di strumenti finanziari destinati alla negoziazione nelle tradizionali *trading venues* (*i.e*. mercati regolamentati e MTF).

materializzazione di cui agli artt. 82 ss. t.u.f., le quali sono sostituite dalle previsioni speciali di cui agli artt. 5-9 decreto [34].

Invero, con una disposizione singolare e dal significato non immediatamente perspicuo, l'art. 11 decreto *Fintech* prevede che, nel caso in cui gli strumenti digitali siano scritturati nel registro DLT a favore di una banca o di un'impresa di investimento (la quale agisce in nome proprio e per conto dei clienti), si determina una sorta di "reviviscenza" del regime della dematerializzazione, con contestuale parziale disapplicazione delle regole speciali del decreto *Fintech*.

In questa ipotesi il regime di identificazione degli azionisti e di accertamento della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali sarà il medesimo previsto nel sistema di gestione accentrata, sostanzialmente affidato alle comunicazioni degli intermediari.

Pertanto, pur essendo emessi e scritturati tramite il registro DLT, gli strumenti digitali intestati a nome degli intermediari circoleranno secondo le regole previste per i titoli scritturali e la legittimazione all'esercizio dei diritti sociali conseguirà alla «registrazione sul conto aperto dal cliente presso l'intermediario».

Si determina in tale ipotesi una singolare coesistenza tra il registro DLT – che risulta tuttavia depotenziato nelle sue funzioni – e i registri degli intermediari, nei quali verranno annotati i trasferimenti degli strumenti digitali e dai quali dipenderà l'accertamento della legittimazione dei titolari, secondo il consueto regime dei titoli scritturali.

Al riguardo vi è da chiedersi se vi fosse davvero la necessità di ripristinare le regole della dematerializzazione, sostituendole al regime *Fintech*, allorquando l'intermediario si frappone nel rapporto tra l'investitore e l'emittente. D'altra parte, si potrebbe sostenere che il rinvio al terzo comma dell'art. 83-*quater* t.u.f. debba interpretarsi nel senso che i trasferimenti degli strumenti finanziari digitali intestati agli intermediari *possano* – ma non *debbano* necessariamente – essere effettuati per il tramite dei conti tenuti dagli intermediari [35].

---

[34] Lo si evince dall'art. 3, secondo comma, decreto *Fintech,* che esonera gli strumenti finanziari digitali dagli obblighi di cui alle disposizioni attuative dell'art. 83-*bis*, secondo comma, t.u.f. Non potrà trovare applicazione neppure la disposizione dell'art. 83-*duodecies* t.u.f. espressamente riferita agli emittenti con titoli quotati nei mercati regolamentati. Sul punto cfr. A. LAUDONIO, sub *art. 11*, in *Commentario al d.l. n. 25/2023*, a cura di M. Onza, in pubblicazione, consultato in versione dattiloscritta grazie alla cortesia dell'Autore.

[35] L'art. 11 decreto *Fintech* richiama, nei limiti della compatibilità, soltanto alcune disposizioni del regime scritturale e così rinvia all'art. 83-*quater*, terzo comma, t.u.f., nel quale è previsto che «l'intermediario, *qualora incaricato dello svolgimento del servizio*, registra per ogni titolare di conto gli strumenti finanziari di sua pertinenza, nonché il trasferimento, gli atti di esercizio ed i vincoli di cui all'art. 83-*octies* disposti dal titolare o carico del medesimo, in conti distinti e separati sia tra loro sia rispetto agli eventuali conti di pertinenza dell'intermediario stesso» (enfasi aggiunte). Non vengono richiamati invece i primi due commi dell'art. 83-*quater* che, rispettivamente, affidano *in via esclusiva* agli intermediari il trasferimento dei titoli scritturali e prevedono l'accensione, presso il depositario centrale, di conti a nome degli intermediari. Esprime perplessità sulla regressione, che

La norma richiamata dispone infatti che il trasferimento viene registrato dagli intermediari *qualora* questi ultimi siano *incaricati del relativo servizio* e si potrebbe pertanto ipotizzare che la circolazione possa comunque avvenire – in alternativa – mediante scritturazioni sul registro DLT, fermo restando che la legittimazione all'esercizio dei diritti «consegue alla registrazione sul conto aperto dal cliente presso l'intermediario».

In altre parole, emittenti ed intermediari potrebbero accordarsi nel senso di utilizzare il registro DLT – in luogo dei conti presso gli intermediari – per registrare i trasferimenti degli strumenti finanziari scritturati nel registro e intestatati agli intermediari

Nel decreto *Fintech* si prevede la necessità che il registro DLT sia strutturato in modo tale da consentire sempre l'identificazione – diretta o indiretta – dei titolari degli strumenti finanziari in esso registrati e ciò a prescindere dal soggetto deputato all'identificazione, quasi che si tratti di una caratteristica predicabile in relazione al registro *tout court*, indipendentemente dai soggetti che ne sono responsabili.

Ciò corrisponde probabilmente all'idea diffusa secondo cui la tecnologia a registri distribuiti garantisce sempre l'identificazione dei titolari delle partecipazioni digitali e, in molti casi, il registro DLT è effettivamente strumento indispensabile per l'identificazione dei soci e per l'accertamento della loro legittimazione all'esercizio dei diritti sociali.

Tuttavia, ciò non è sempre vero, in quanto vi sono ipotesi – come quella sopra ricordata – in cui al registro DLT si affiancano e si sovrappongono i registri tenuti dagli intermediari ed è inoltre frequente l'uso di pseudonimi da parte degli utenti del sistema, nonché l'esternalizzazione a terzi *identity providers* del servizio di identificazione, con la conseguenza che i dati identificativi dei titolari degli strumenti digitali non saranno conservati all'interno del registro DLT.

L'impressione è che nell'ambiente DLT sia sempre ammessa, e nella prassi piuttosto frequente, l'identificazione *indiretta* dei titolari degli strumenti digitali e che ciò debba ritenersi in linea di principio compatibile con la regola della nominatività obbligatoria, divenendo cruciale a questo punto interrogarsi sulle diverse possibili tecniche di identificazione dei soci [36].

---

l'art. 11 comporta, dal sistema di sperimentazione digitale a quello della dematerializzazione accentrata, A. LAUDONIO (nt. 34), 3 ss. del dattiloscritto, il quale ritiene che la norma si spieghi in una «prospettiva essenzialmente agevolativa» in favore degli intermediari finanziari abilitati alla tenuta dei conti, i quali potranno «continuare ad avvalersi del corredo giuridico e tecnologico della dematerializzazione».

[36] Ciò trova conferma anche nei *Principles on Digital Assets and Private Law* adottati il 10.5.2023 dall'UNIDROIT, ove si afferma che l'identificazione del titolare dello strumento digitale «may be by a reasonable means, including (but not limited to) an identifying number, a cryptographic key, an office, or an account number, even if the means of identification does not indicate the name or identity of the person to be identified».

4. *Tecniche di identificazione dei soci e tutela dei dati personali nell'ambiente DLT.*

Come accennato, nell'ambiente DLT ai fini dell'identificazione dei soci e della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali giocano un ruolo tutt'altro che secondario alcuni aspetti tecnici relativi alla custodia e al possesso delle chiavi crittografiche e ai protocolli utilizzati, rispettivamente, per l'accesso ai diritti e per lo "stoccaggio" dei dati identificativi dei titolari degli strumenti digitali.

In particolare, nell'eventualità del ricorso a pseudonimi e a chiavi pubbliche di accesso alla rete che celano l'identità dei titolari, diviene fondamentale conoscere da chi (e dove) sono custodite rispettivamente le chiavi crittografiche private e i dati personali dei titolari degli strumenti digitali, verificando, ad esempio, se lo "stoccaggio" dei dati avviene *on line* oppure, com'è più frequente, *off line*, ossia al di fuori della rete DLT.

L'identificazione dei titolari degli strumenti presuppone infatti l'impiego di apposite tecniche crittografiche e può essere svolta in ipotesi dal soggetto cui è affidata la tenuta del registro DLT (ovvero direttamente dall'emittente, qualora egli sia responsabile del registro) oppure da terzi *identity providers*, i quali operano al di fuori della rete DLT.

Il decreto *Fintech* e la regolamentazione secondaria della Consob lasciano ampia discrezionalità sul punto al responsabile del registro DLT e deve pertanto ritenersi che il processo di identificazione degli azionisti possa avvenire sia *on line* che *off line*.

Tuttavia, anche se non è fornita alcuna specifica indicazione al riguardo, deve ritenersi che, per motivi legati al rispetto delle norme in tema di protezione dei dati personali [37], i dati identificativi dei titolari degli strumenti finanziari digitali non possano essere conservati all'interno della DLT –soprattutto se quest'ultima assume la forma "*open*" *permissionless* – bensì all'interno di un *data base* collegato alla piattaforma DLT [38].

---

[37] V. il regolamento 2016/679/UE sulla protezione dei dati personali (reg. "GDPR"), che contiene una disciplina puntuale in tema di obblighi delle imprese relativamente al trattamento dei dati personali e che in taluni casi incoraggia il ricorso a tecniche di pseudonimizzazione e di crittografia come possibili misure di protezione dei dati (v. art. 6, par. 4, lett. *e*), reg. GDPR). Con particolare riferimento ai dati personali dei soci e al diritto del socio di conoscere i dati identificativi degli altri soci v. il provvedimento del Garante per la protezione dei dati personali del 19 dicembre 2000 e cfr., altresì, il successivo parere del 26 marzo 2009, con cui il Garante ha precisato che il socio ha diritto di conoscere soltanto le informazioni che devono essere contenute obbligatoriamente nel libro soci, ma non quelle (ad es. il domicilio del socio) che non siano state comunicate con la finalità di adempiere all'obbligo legale di tenuta del libro soci e ai fini dell'esercizio dei diritti sociali.

Sulla rilevanza della protezione dei dati personali nell'organizzazione dell'impresa v. L. MIOTTO, *Organizzazione di impresa e gestione dei dati personali*, Torino, Giappichelli, 2022, *passim*.

[38] Sulla necessità di operare un corretto bilanciamento tra esigenze di protezione dei dati perso-

In questo senso si collocano le proposte contenute nel *Report* del Working Group sulla tecnologia DLT istituito dall'Associazione dei Depositari Centrali, secondo cui è opportuno che il processo di identificazione degli *shareholders* si svolga al di fuori della rete DLT, anche se si raccomanda di conservare all'interno della *blockchain* la prova della valida identificazione dell'azionista [39].

È così forse possibile evitare, tramite il ricorso a strumenti in grado di certificare con un elevato livello di sicurezza l'identità del titolare degli strumenti digitali, la necessità dell'intervento del notaio in sede di trasferimento delle criptoazioni [40].

A tal fine mi pare che il processo di identificazione nell'ambiente DLT – molto meno *immediato* di quanto a prima vista suggerisca la natura *distribuita* del registro – potrebbe giovarsi in futuro del ricorso ai portafogli europei di identità digitale, previsti nel regolamento 2024/1183/UE (reg. "eIDAs"), che mira ad introdurre un quadro armonizzato di regole in materia di identità digitale ai fini dell'accesso ai servizi digitali pubblici e privati [41].

Benché il regolamento eIDAs non sia stato espressamente concepito in funzione della sua applicazione nell'ambiente DLT, esso introduce uno strumento che consentirà ai cittadini e alle imprese l'accesso ai servizi e l'esercizio dei diritti tramite un'identità digitale unica, alla quale si affiancheranno una serie di ulteriori attributi digitali certificati, in grado di assicurare un alto livello di sicurezza e di tutela della *privacy* [42].

Il regolamento europeo contempla espressamente il ricorso a pseudonimi per l'accesso a servizi digitali e dispone che, nell'ambito dei portafogli europei di

---

nali degli utenti e di trasparenza della proprietà dei titoli azionari v. F. PANISI,R.P. BUCKLEY,D.W. ARNER, (nt. 4), 14 s. e, per alcune proposte in tal senso in relazione a determinati "*settings*" della piattaforma DLT, cfr. E. AVGOULEAS, A. KIAYAIS, *The Architecture of Decentralised Finance Platforms: A New Open Finance Paradigm*, disponibile su https://ssrn.com, 16 ss.

[39] Cfr. il *Research Report* del CSD Working Group on DLT, 2017, § 2.3.4, 15, nel quale si afferma che «*the blockchain wallets contain proof that they have been given out to the correctly authenticated person*» e si propone inoltre di affidare la conservazione dei dati personali ad una «*trusted certification authority*».

[40] In questo senso v. S. CORSO, A. LAUDONIO, (nt. 12), 154 e *ivi* alla nota 86. Prima dell'emanazione del decreto *Fintech* v. N. ABRIANI, (nt. 1), 368, il quale ritiene necessario l'intervento del notaio per attestare la reale identità dei titolari degli strumenti finanziari digitali ed ipotizza la sua partecipazione come nodo "*permissioned*" alla piattaforma DLT.

[41] Cfr. il considerando n. 22 e gli artt. 5 e 5-*bis*, par. 4, lett. *b*), reg. 2024/1183/UE. Al riguardo v. A. LAUDONIO, Distributed ledger technology *e* ICOs *(una favola giuridica sisifea sul diritto dei mercati finanziari e l'innovazione)*, in *Riv. dir. banc*., 2023, I, 99 ss.

[42] Sulle principali funzionalità del portafoglio digitale europeo (c.d. "EUDI *wallet*"), che consentirà non soltanto di accedere ai servizi pubblici e privati *on line*, ma anche di condividere e firmare documenti con la firma digitale, v. la circolare n. 20/2024 di ASSONIME, *Dall'EUDI all'IT wallet: le prospettive per le imprese dall'identità digitale al portafoglio di attributi da parte,* reperibile su https://www.assonime.it.

identità digitale, siano previste funzionalità atte a generare pseudonimi scelti e gestiti dall'utente ai fini dell'autenticazione per l'accesso ai servizi. Tale strumento si presta pertanto ad agevolare il processo di identificazione e di certificazione dell'identità degli utenti che accedono alle piattaforme DLT mediante l'uso di pseudonimi.

5. *La verifica della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali: l'accesso della società emittente al registro DLT e il mantenimento della regola della* record date*. Considerazioni critiche.*

Anche con riferimento alla verifica della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali, può osservarsi come le soluzioni siano diverse a seconda di come è in concreto strutturata l'infrastruttura tecnologica, nonché a seconda della circostanza che ci si avvalga oppure no di appositi *smart contracts* incorporanti le relative regole legali e statutarie.

Il decreto *FinTech* prevede che sia l'emittente a verificare la legittimazione dei soci sulla base delle scritturazioni del registro DLT e, da questo punto di vista, l'identificazione dei soci costituisce un passaggio prodromico rispetto alla verifica della legittimazione (art. 5).

Tuttavia, nel caso in cui l'emittente non sia il responsabile del registro DLT, l'accesso al registro per consentire alla società di verificare la legittimazione dei titolari delle azioni digitali dovrà essere autorizzato dal relativo responsabile.

Il legislatore non ha previsto espressamente, in questa ipotesi, la necessità di garantire all'emittente il diritto di accesso al registro DLT, a differenza di quanto previsto invece per i titolari degli strumenti finanziari digitali e per le autorità di vigilanza (Consob e Banca d'Italia) [43], alle quali *deve* essere assicurato l'accesso.

Ovviamente, nel caso in cui la piattaforma sia strutturata come una *public permissionless* DLT non si pongono particolari questioni, in quanto l'accesso è in linea di principio consentito a tutti gli utenti della piattaforma. Viceversa, nel caso in cui l'infrastruttura tecnologica sia configurata come *private* DLT ad accesso ristretto, l'emittente dovrà chiedere al responsabile del registro l'autorizzazione all'accesso e sotto questo profilo l'esistenza di un vero e proprio *diritto* dell'emittente di accedere al registro digitale potrà argomentarsi, pur in assenza di una norma espressa, sulla base della previsione che pone in capo all'emittente l'onere della verifica della legittimazione.

La soluzione tecnicamente più agevole potrebbe essere quella di attribuire all'emittente, quale nodo all'interno del *network*, un particolare diritto di accesso

[43] Nell'ordinamento tedesco è previsto il diritto di accesso dell'emittente al registro DLT, nel caso in cui sia tenuto da un diverso soggetto, al fine di consentire l'identificazione degli azionisti. V. al riguardo J. LÜBKE, (nt. 24), 39 ss.

e di controllo funzionale alla verifica della legittimazione al voto di colui che risulta dalle scritturazioni del registro DLT. In ogni caso, ogniqualvolta l'emittente non sia incaricato della tenuta del registro DLT, egli dovrà negoziare con il responsabile del registro il suo accesso alla piattaforma [44].

La scelta di affidare la tenuta del registro DLT ad un responsabile, non necessariamente coincidente con l'emittente degli strumenti digitali, può pertanto parzialmente offuscare i vantaggi derivanti dalla natura distribuita del registro.

Con un approccio attento alle diverse possibili modulazioni della tecnologia DLT, si potrebbe valutare di imporre – anche alla luce di ciò che emergerà all'esito del periodo di sperimentazione – un'architettura del registro con diritti di accesso distribuiti tra società emittente, azionisti, gestori di infrastrutture di mercato DLT e autorità di vigilanza, distinguendo tramite appositi protocolli alcuni nodi dotati di specifiche funzioni di validazione e di controllo all'interno del *network* [45].

Un altro degli aspetti singolari della disciplina contenuta nel decreto *Fintech*, che incide sulla verifica della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali, riguarda inoltre la previsione di una *record date* alla quale viene "agganciata" la legittimazione del titolare di partecipazioni tokenizzate [46].

Il decreto *Fintech* prevede infatti che, in sede di accertamento della legittimazione, l'emittente debba avere riguardo alle scritturazioni esistenti nel registro DLT ad una certa data fissata convenzionalmente nello statuto dell'emittente, secondo il meccanismo ben noto al sistema di gestione accentrata e di circolazione scritturale dei titoli azionari [47].

Tuttavia, a seconda di come l'infrastruttura tecnologica è in concreto strutturata, la *record date* potrebbe risultare non necessaria, in quanto in una DLT *open permissionless*, corredata di appositi *smart contracts*, la verifica della legittimazione al voto degli azionisti può svolgersi in tempo pressoché reale. Sarebbe allora opportuno quanto meno neutralizzare la regola con apposite previsioni statuta-

---

[44] Sull'importanza crescente che i c.dd. diritti di accesso assumono nella moderna economia digitale cfr. J. RIFKIN, *The age of access. The New Culture of Hypercapitalism: Where all of Life is a Paid-for Experience*, New York, Penguin Publishing Group, 2001, 34 ss. e cfr., altresì, sulle implicazioni che ciò comporta in relazione alla necessità per le *corporations* di negoziare *access rights* all'interno dei *networks* in cui sono inserite, F. MÖSLEIN, *Contract Governance in the Network Economy: Implications for Company Law and Directors' Duties*, in *EBLR,* 2024, 383 ss.

[45] Cfr., per alcune considerazioni in questo senso, S. CORSO, A. LAUDONIO (nt. 12), 151. e v., altresì, N. CIOCCA (nt. 4), 845, secondo cui una DLT chiusa, «con regole e protocolli per l'accesso, che filtri la partecipazione dei nodi e ne disciplini il ruolo, offre un maggior controllo sul funzionamento del registro o dell'infrastruttura di mercato» ed appare pertanto più congeniale per infrastrutture finanziarie.

[46] Per alcune considerazioni critiche riguardo all'uso della *record date* nell'ambiente DLT, cfr. S. CORSO, A. LAUDONIO, (nt. 12), 152 e v. inoltre N. DE LUCA, (nt. 23), 238 s.

[47] L'uso della *record date* è stato proposto anche nell'ambito del Report elaborato dal CSD Working Group on DLT, cit., § 2.3.3, 13 s.

rie che fissino la *record date* in una data coincidente con quella di svolgimento dell'assemblea [48].

Del resto, il problema dell'*empty-voting* potrebbe risultare fortemente ridimensionato, se non addirittura sostanzialmente azzerato, nell'ambiente DLT [49] ed anche gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti potrebbero risultare non necessari, nella misura in cui le operazioni che determinano il superamento della soglia percentuale di possesso azionario siano immediatamente visibili nel registro DLT condiviso, in quanto associate ad un determinato *digital wallet* identificato tramite una chiave pubblica nota a tutti [50].

Nell'ambiente digitale il mantenimento della regola della *record date* potrebbe rappresentare pertanto 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 [51].

Anche con riferimento al problema del raccordo tra le scritturazioni sul registro DLT e il libro soci, il decreto *Fintech* sembra adottare una soluzione di compromesso, in quanto l'art. 10 impone all'emittente l'aggiornamento dei libri sociali sulla base delle scritturazioni del registro, prevedendo inoltre la «possibilità 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'art. 2215-*bis* del codice civile».

Di là dalla questione relativa all'effettiva necessità di una deroga all'art. 2215-*bis* c.c. per consentire la tenuta del libro soci mediante la tecnologia DLT [52], la

---

[48] Cfr. in questo senso N. De Luca, (nt. 23), 239.

[49] Cfr. D. Yermack, (nt. 4), 28 s., il quale osserva che, in una *open permissionless* DLT, le transazioni sono visibili a tutti gli utenti della piattaforma in tempo reale e pertanto è possibile rendersi conto immediatamente di un eventuale trasferimento delle azioni sul registro DLT.

[50] Cfr. D. Yermack, (nt. 4), 18. Una soluzione che tiene conto degli aspetti peculiari della tecnologia DLT è contenuta nel regime Pilota europeo riguardo agli obblighi di segnalazione alle autorità competenti previsti dall'art. 26 del reg. n. 600/2014/UE, che, com'è noto, impone alle imprese di investimento la comunicazione degli estremi identificativi delle operazioni di acquisto e vendita di strumenti finanziari. L'art. 4, par. 3, reg. 2022/858/UE introduce un'espressa esenzione da tali obblighi di segnalazione per le infrastrutture di mercato DLT ("MTF DLT"), qualora sia garantito alle autorità competenti l'accesso diretto e immediato al registro in cui sono scritturate le operazioni tenuto dall'infrastruttura MTF DLT.

[51] V. M. Fenwick, E.P.M. Vermeulen, *Technology and Corporate Governance: Blockchain, Crypto, and Artificial Intelligence*, in *ECGI Working Paper*, n. 424/2018, reperibile su https://ssrn.com, 15, i quali affermano che «technology should not be thought of a solution to an "old" problem but as the creator of new possibilities and opportunities».

[52] Sulla questione v. le perplessità di N. De Luca, *Cripto-attività e diritto societario: a proposi-*

previsione secondo cui quest'ultimo può essere tenuto *attraverso* il registro DLT sembra alludere ad una possibile unificazione dei due registri o quanto meno all'aggiornamento automatico (o, in ogni caso, più frequente rispetto alla cadenza minima annuale) del libro soci sulla base delle risultanze del registro DLT, anche senza imporre necessariamente la formazione di un unico registro [53].

Tuttavia, perlomeno nell'ipotesi in cui il registro DLT sia tenuto dalla società emittente in relazione agli strumenti di propria emissione non è auspicabile una duplicazione dei registri, tramite la contemporanea tenuta del libro soci in modalità DLT *in aggiunta* al registro per la circolazione digitale, in quanto ciò si tradurrebbe in un inutile – e forse insensato – aggravio procedurale per l'emittente [54].

Resta ferma, in ogni caso, anche in relazione all'ambiente DLT, la considerazione del ruolo informativo tutto sommato limitato del libro soci, perlomeno là dove esso non coincida con il registro DLT; d'altra parte, l'aggiornamento del libro soci non condiziona in alcun modo la legittimazione del titolare degli strumenti digitali all'esercizio dei diritti sociali [55].

6. *L'esercizio dei diritti sociali tramite il possesso delle chiavi crittografiche private.*

Quanto, infine, alle modalità di esercizio dei diritti sociali e all'affermazione ricorrente secondo la quale nell'ambiente DLT è possibile l'esercizio *diretto*, da parte del titolare, dei diritti inerenti allo strumento finanziario digitale, il decreto *Fintech* non sembra fornire indicazioni specifiche e deve pertanto ritenersi che, in linea di principio, non vi siano differenze rispetto alle consuete modalità di esercizio dei diritti di intervento e voto in assemblea da parte dell'azionista (ferma restando la necessità di verificare la legittimazione del socio sulla base delle risultanze dei registri DLT, in conformità alla regola della *record date*, come sopra accennato).

Al riguardo, ci si può interrogare sulla possibilità di regolare mediante previ-

---

to di azioni e obbligazioni digitali, in *Le cripto-attività: disciplina europea e contesto globale*, a cura di F. Annunziata e A. Sciarrone-Alibrandi, Bologna, Il Mulino, 2024, 252. Sulla compatibilità con la regola dell'art. 2215-*bis* c.c. della tenuta del libro soci in modalità DLT v., prima dell'emanazione del decreto *Fintech*, A. Laudonio, (nt. 41), 98.

[53] La soluzione di un unico registro DLT che incorpori al suo interno il libro soci è stata ritenuta non desiderabile in Germania per motivi legati alla protezione dei dati personali e v., infatti, relativamente al regime di sperimentazione per le *crypto-Aktie* introdotto nel 2023 nell'ordinamento tedesco con la *Zukunftfinanzierungsgesetz* (ZuFinG), le considerazioni di J. Lübke, (nt. 25), 57 ss. Nel sistema tedesco è tuttavia consentito, come in Italia, tenere il registro delle azioni attraverso la tecnologia *blockchain* ed affidarne eventualmente la tenuta allo stesso soggetto che tiene anche il registro DLT (v. § 30a, Abs 1, eWpG).

[54] Cfr., in questo senso, N. De Luca, (nt. 52), 251.

[55] In questo senso v. S. Corso, A. Laudonio, (nt. 12), 167 e cfr. inoltre N. De Luca, (nt. 52), 251.

sioni statutarie l'esercizio "a distanza" dei diritti di voto in assemblea tramite il ricorso alla piattaforma DLT, sulla scorta delle previsioni di legge che già consentono l'espressione del voto a distanza in modalità telematica. Tuttavia, è opportuno tenere conto del ruolo centrale che riveste, rispetto all'esercizio dei diritti sociali, il possesso delle chiavi crittografiche private che consentono l'accesso agli strumenti finanziari digitali [56].

Il decreto *Fintech* se ne occupa solo marginalmente, là dove dispone, all'art. 17, che «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».

In effetti, l'affidamento a terzi *custodial wallet providers* della custodia delle chiavi crittografiche è, come accennato, un'ipotesi assai frequente nell'ambiente DLT e il decreto *Fintech* contempla questa possibilità, ma non si esprime rispetto ad un possibile esercizio intermediato dei diritti connessi agli strumenti digitali da parte dei soggetti che detengono il controllo delle chiavi crittografiche *per conto* del titolare degli strumenti [57].

Proposte in questo senso sono invece contenute nel documento diffuso dal *Working Group on DLT* dell'Associazione dei Depositari centrali, ove si prevede la possibilità di attribuire una delega di voto ad un soggetto di fiducia, che potrebbe coincidere con il custode del *digital wallet* e delle relative chiavi crittografiche [58].

---

[56] Cfr., al riguardo, N. Ciocca, (nt. 22), 80; S. Corso, A. Laudonio, (nt. 12), 152 s.; V. De Stasio, (nt. 6), 399 ss. Nella letteratura straniera viene posta molta enfasi sulle chiavi crittografiche private come strumento che consente di esercitare i diritti connessi alla proprietà dello strumento finanziario digitale, v. al riguardo A. Held, *Private Keys v Blockchain: what is a cryptoasset in law?*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2020, 249 ss.; R. Kulms, *Digital Financial Markets and (Europe's) Private Law – A Case for Regulatory Competition?*, in *Eur. Comp. Fin. Law Rev*., 2022, 233 s.

[57] V. H. Marjosola, *Security Tokens and the Future of EU Securities Law: Rethinking the Harmonisation Project*, in *Legal Studies Research Paper Series*, Paper no 70, 2021, reperibile su https://ssrn.com, 24, la quale ipotizza che «operators of a piloted DLT system could therefore act as custodians and administer the client's tokens on their behalf and even under their own name» e prefigura anche il possibile utilizzo, da parte degli operatori, di «*omnibus accounts (or addresses) for pooling investor' tokens*». D'altra parte, nei *Principles on Digital Assets and Private Law* dell'UNIDROIT (nt. 36), i *digital assets* sono definiti come documenti elettronici suscettibili di essere assoggettati a controllo, con modalità che non coincidono con quelle consuete cui siamo abituati a pensare con riferimento alle situazioni possessorie. In particolare, nel *Principle* 6 si afferma che il controllo sul *digital asset* consiste nel diritto di disporne, traendone benefici oppure trasferendolo, con modalità che escludono i terzi da tali facoltà. Inoltre, nei *Principles* 10 e 11 viene prevista l'ipotesi di una detenzione mediata dell'*asset* digitale per il tramite di un *custodian* o di un *subcustodian*. Cfr. sul punto cfr. M.T. Rodi, V. Santoro (nt. 12), 30 s.

[58] Cfr. il Report del CSD Working Group on DLT, cit., § 2.3.5, 15, ove si prevede anche la registrazione del conferimento della delega sulla piattaforma DLT.

L'esercizio dei diritti incorporati nello strumento digitale appare infatti collegato in modo imprescindibile alla disponibilità esclusiva della relativa chiave di accesso, che può essere, a seconda dei casi, una chiave crittografica oppure una *password* che viene assegnata al titolare dello strumento al momento dell'emissione del *token*.

Sebbene la disponibilità della chiave privata (e ancor meno del supporto materiale che la contiene) non sia di per sé sufficiente ad individuare il soggetto legittimato all'esercizio dei diritti [59], in quanto occorre a tal fine avere riguardo alle risultanze del registro DLT, è tuttavia innegabile che per poter esercitare i diritti rappresentati dal *token* digitale sia necessario disporre delle relative chiavi di accesso, che pertanto «è essenziale non perdere» [60].

All'ipotesi di perdita o di sottrazione della chiave crittografica sembra fare riferimento l'art. 16 decreto *Fintech*, quando disciplina l'impossibilità per il titolare di disporre degli strumenti finanziari digitali, prevedendo in tale situazione il diritto del «soggetto legittimato» di ottenere a proprie spese una «nuova scritturazione in suo favore, in sostituzione della scritturazione originaria».

Tale previsione suscita perplessità nella misura in cui sembra non tenere conto del carattere di immodificabilità delle scritturazioni sul registro DLT, che rappresenta invece la cifra distintiva della tecnologia a registri distribuiti e, d'altra parte, la sostituzione della scritturazione originaria con una nuova scritturazione non è probabilmente necessaria, in quanto, com'è stato osservato, nel caso di perdita della chiave di accesso, vi sono altre soluzioni tecniche – quali, ad esempio, l'assegnazione di una nuova *password* o chiave crittografica – che possono in modo efficace e meno invasivo offrire tutela al titolare degli strumenti [61].

In conclusione, anche in relazione a tale ipotesi sembra trovare conferma l'impressione iniziale che la conoscenza approfondita dei meccanismi di funzionamento della tecnologia DLT sia indispensabile alla comprensione del fenomeno che si intende regolare sul piano giuridico e 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.

---

[59] In questo senso v. N. De Luca, (nt. 23), 226. Senza tacere poi dei problemi che possono sorgere allorquando gli strumenti finanziari digitali siano intestati agli intermediari e vi sia la necessità di "riconciliare" le scritturazioni sui conti tenuti dagli intermediari con quelle che avvengono sul registro DLT. Su tali questioni v. l'attenta riflessione di A. Laudonio (nt. 34), 11 del dattiloscritto.

[60] Così N. Ciocca, (nt. 22), 80 e cfr. altresì Ead., (nt. 4), 855, la quale sottolinea i rischi derivanti dall'affidamento della detenzione delle chiavi di accesso ad un soggetto diverso dal titolare, soprattutto là dove quest'ultimo non sia un intermediario vigilato tenuto a rispettare regole di separazione scritturale e operativa nella custodia dei mezzi di accesso agli strumenti finanziari digitali.

[61] Per ulteriori considerazioni in questo senso v. S. Corso, A. Laudonio, (nt. 12), 155.

Utility token

Michele de Mari *

ABSTRACT

Il presente contributo si prefigge di ricostruire la nozione di *utility token* e il contenuto delle situazioni giuridiche incorporate negli stessi *token* di utilità secondo l'approccio normativo del regolamento (UE) 2023/1114 c.d. MiCAr. Gli esiti di tale indagine mostrano, secondo l'A., come la causa concreta dell'*utility token* sia da rintracciarsi nella combinazione delle diverse finalità che attraverso questo si realizzano: ossia, il godimento del bene o del servizio e la percezione della eventuale differenza di valore maturato dal *digital asset* nel proprio mercato secondario di riferimento, nel quale, peraltro, il valore del *token* di utilità è decorrelato rispetto al valore del bene e del servizio oggetto del *token*. Muovendo da tali esiti, si considerano gli ambiti di possibile sovrapposizione tra gli *utility token* e i *token*-valori mobiliari e tra gli *utility token* e i prodotti finanziari-*token*. Mentre con i valori mobiliari la coincidenza causale è solo parziale, con i prodotti finanziari vi è ampia sovrapposizione e quindi la normativa domestica sui prodotti finanziari (offerta al pubblico, offerta fuori sede e promozione e collocamento a distanza) sarebbe stata idonea a catturare anche gli *utility token*. Tuttavia, tale soluzione è destinata ad essere superata dall'entrata in vigore del MiCAr che prevale sulla normativa nazionale vigente. In questo senso va anche letta la stessa normativa nazionale italiana di adeguamento al MiCAr (d.lgs. 5 settembre 2024, n. 129).

The purpose of this contribution is to reconstruct the notion of utility token and the content of the legal situations embodied in utility tokens themselves according to the regulatory approach of EU Reg. 2023/1114 so-called MiCAr. The results of this investigation show, according to the author, how the concrete cause of the utility token is to be found in the combination of the different purposes that are realised through it: i.e., the enjoyment of the good or service and the perception of the possible difference in value accrued by the digital asset in its secondary market of reference, in which, moreover, the value of the utility token is decorrelated to the value of the good and service subject of the token. Building on these findings, we consider the areas of possible overlap between utility tokens and securities tokens and between utility tokens and financial token products. While with securities the causal coincidence is only partial, with financial products there is a large overlap and thus the domestic regulation of financial products (public offer, off-premises offer and remote promotion and placement) was also capable of capturing utility tokens. However, this solution is bound to be superseded by the entry into force of the MiCAr, which takes precedence over the existing domestic regulation. Italy's own national legislation complying with MiCAr (Legislative Decree No. 129 of 5 September 2024) should also be read in this sense.

* Professore associato di diritto commerciale, Università degli Studi di Verona; e-mail: michele.demari@univr.it.

SOMMARIO:

1. I 50 anni della Consob e una nuova stagione dell'atipico. – 2. *Utility token ante litteram*. – 3. Nozione e causa giuridica degli *utility token*. – 4. Confronto (e ambiti di sovrapposizione) tra gli *utility token* e le cripto-attività che sono valori mobiliari e prodotti finanziari ai sensi del t.u.f.

1. *I 50 anni della Consob e una nuova stagione dell'atipico.*

Prendere la parola oggi, 7 giugno 2024, non può non stimolare sensazioni e accostamenti che non sono solo dovuti alla facile suggestione che proprio il 7 giugno di 50 anni fa veniva istituita, con la l. n. 216 del 1974, la Consob [1], ma che, in realtà, derivano dal forte parallelismo che, a mio avviso, si può stabilire tra le vicende che in ambito finanziario si andavano verificando dopo la metà degli anni '70 – inizio anni '80 del secolo scorso – e quelle che si stanno oggi manifestando, ormai da più di un quindicennio, grazie alla c.d. digitalizzazione della finanza e, segnatamente, all'avvento della *blockchain* e della tecnologia a registri distribuiti (c.d. *DLT*) [2].

[1] La Consob nasce con grave ritardo rispetto alla statunitense *Security and Exchange Commission* (*SEC*), istituita nel 1934, e dopo la costituzione di altre consimili Autorità di controllo di Paesi Cee e con un percorso normativo e parlamentare tutt'altro che lineare (su cui v., in luogo di molti, G. CASTELLANO, *I controlli esterni*, nel *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, 5, Torino, Utet, 1988, 307 ss., specif. 309, nt. 3, ove ampi richiami bibliografici attinenti alla l. n. 216/1974, cui *adde* S. CASSESE, *La Commissione nazionale per le società e la borsa – Consob e i poteri indipendenti*, in *Riv. soc.*, 1994, 412-425 e, da ultimo, CONSOB, *Consob 50 anni di storia. La regolamentazione e la vigilanza sui mercati finanziari dal 1974 al 2024*, Roma, 2024, 12 ss.). La neonata Autorità non poteva ancora contare, ai suoi albori, su una organica disciplina del mercato mobiliare e dell'attività di intermediazione mobiliare, il cui primo tassello sarebbe stato introdotto successivamente con la l. n. 1/1991 («Disposizioni dell'attività di intermediazione mobiliare e sull'organizzazione dei mercati mobiliari»), ma solo, come subito si dirà, su una embrionale normativa a tutela della sollecitazione all'investimento del pubblico risparmio.

[2] Non si può qui indugiare su tali tecnologie che sono comunque alla base tanto delle cripto-attività finanziarie quanto di quelle non finanziarie; basti, tuttavia, tenere a mente che la tecnologia a registro distribuito (c.d. *Distributed Ledger Technology*, *DLT*) è da intendersi come categoria più ampia nell'ambito della quale si è sviluppata la tecnologia *blockchain*. La Risoluzione del Parlamento europeo del 3 ottobre 2018 sulle tecnologie di registro distribuito e *blockchain* (2017/2772(RSP) precisava, infatti, che «la *blockchain* è solo uno dei vari tipi di *DLT*; [...] alcune soluzioni *DLT* memorizzano tutte le singole transazioni in blocchi collegati tra di loro in ordine cronologico per creare una catena che garantisce la sicurezza e l'integrità dei dati». Nell'ambito dell'ordinamento giuridico nazionale, *ex* art. 8-*ter*, primo comma, d.l. 14 dicembre 2018, n. 135, convertito con modificazioni dalla l. n. 12/2019, si definiscono tecnologie basate su registri distribuiti «le tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetturalmente decentralizzato su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l'aggiornamento e l'archiviazione di dati sia in chiaro che ulteriormente protetti da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili».

Il parallelismo non dipende, ovviamente, dal fatto che in quell'epoca esistessero strumenti digitali, finanziari o non finanziari, emessi e circolanti su *blockchain* e *DLT* (queste tecniche di documentazione e circolazione erano allora ben lungi anche solo dall'essere immaginate), ma piuttosto è legato alla circostanza che, ora come allora, questi nuovi strumenti sono offerti al pubblico dei risparmiatori e servono a finanziare lo sviluppo di progetti imprenditoriali da parte di chi emette questi *digital asset*.

La seconda metà degli anni '70 viene, infatti, ricordata come la stagione dei "titoli atipici" e degli investimenti "alternativi" del risparmio, in cui cominciarono a circolare e ad essere offerti al pubblico sul mercato mobiliare strumenti nuovi, appunto, "atipici": si trattava, in particolare, di certificati cc.dd. immobiliari che rappresentavano pro-quota i diritti di partecipazione dell'associato in un affare dell'associante specificamente individuato [3].

Questi titoli non trovarono, inizialmente, un riscontro preciso nella normativa della finanza di allora, né le relative tecniche promozionali e di commercializzazione "porta a porta" (tipiche del mercato dei beni di consumo) erano quelle tradizionali dell'intermediazione bancaria.

La risposta del legislatore dell'epoca fu, semplificando al massimo il discorso, quella di modificare l'art. 18 della l. n. 216 del 1974, inserendo, da un lato, nella già esistente nozione di valore mobiliare anche quella di «ogni documento o certificato rappresentativo di diritti relativi a beni materiali o proprietà immobiliari» (art. 18-*bis*) e, dall'altro, quella di ricondurre l'offerta al pubblico di tali valori nell'ambito della disciplina che allora si chiamava sollecitazione all'investimento e richiedeva la previa comunicazione alla Consob dell'offerta e la pubblicazione del prospetto informativo.

In quella stagione, si intervenne, in altre parole, estendendo l'oggetto dei valori mobiliari anche ai titoli atipici e sottoponendo tale nuova categoria di valori mobiliari alle regole già esistenti della sollecitazione all'investimento.

Da allora molto tempo è passato: oggi, nell'era digitale, assistiamo all'emissione di cripto-attività o gettoni (*token*) digitali rappresentativi di valori e diritti diversi e con funzioni differenti.

Oggi come in quel periodo, però, questi titoli sono funzionali a raccogliere risparmio presso il pubblico indistinto con un approccio innovativo ed inclusivo al finanziamento. E, come allora, questa nuova raccolta di capitali, espone i possessori di cripto-attività a rischi non tutelati e reclama, quindi, una nuova disciplina tanto sul piano della tipizzazione di questi investimenti alternativi, quanto su

---

[3] Per i dovuti approfondimenti si rinvia a P. SPADA, *Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1986, I, 22 ss.; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Tipicità e atipicità nei titoli di credito*, Milano, Giuffrè, 1992, 199 ss.; G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, *Trattato delle società per azioni,* diretto da G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, 10, II, Torino, Utet, 1993, 3 ss.

quello della introduzione di un regime di trasparenza obbligatoria per la loro offerta al pubblico, nonché sul piano della prestazione di servizi aventi ad oggetto cripto-attività.

Quindi, a ben riflettere, nulla di particolarmente nuovo rispetto a 50 anni fa sul piano concettuale e sistematico, se non che: – (i) l'era dell'atipico e degli investimenti alternativi è dura a morire e tende a rinverdirsi attraverso nuove forme digitali; – (ii) oggi esistono delle norme dell'Unione Europea (che prevalgono su quelle nazionali), come il c.d. MiCAr (*Markets in Crypto-Assets regulation*: regolamento (UE) 2023/1114 del 31 maggio 2023) che regolano tali fenomeni con soluzioni non innovative mutuate dal diritto della finanza unionale.

Ebbene, alcuni di questi *digital asset* (gli *investment token*) hanno natura e contenuto finanziario, sono equiparati agli strumenti finanziari pur non avendo forma cartolare o dematerializzata bensì di cripto-attività e a questi si applica il diritto comune delle *securities* e la nuova legge di circolazione degli strumenti finanziari digitali introdotta dal c.d. Decreto *Fintech* [4].

Vi sono altri *token*, i cc.dd. *utility-token* previsti dalla disciplina MiCAr, che – come subito dirò – pur avendo un contenuto intrinseco non finanziario ma di godimento, presentano tratti di finanziarietà (legati alla loro negoziabilità) che rendono problematico il loro inquadramento e la loro distinzione dalle altre cripto-attività che sono valori mobiliari e prodotti finanziari.

È proprio sugli *utility token* che vorrei ora concentrare l'attenzione, soffermandomi, pur nella necessaria sintesi del presente intervento, almeno su due aspetti.

1) la nozione e il contenuto della situazione giuridica incorporata nei *token* di utilità;

2) l'impatto degli *utility token* sulle cripto-attività che sono valori mobiliari e prodotti finanziari ai sensi del t.u.f.

Mi preme far presente che la mia riflessione sarà centrata sugli *utility token* c.d. puri, tralasciando quelli cc.dd. ibridi, perché quando un *utility token* presenta anche caratteristiche di uno strumento finanziario o di uno strumento di pagamento, è ragionevole opinare che tali caratteristiche prevalgano sulla qualificazione come *utility token*, dovendosi adottare in tal caso un "approccio gerarchico" alla classificazione [5].

---

[4] Il riferimento è al d.l. 17 marzo 2023, n. 25, coordinato con la legge di conversione 10 maggio 2023, n. 52 e, ancor prima, al novellato art. 1, secondo comma, t.u.f., secondo cui per strumento finanziario si intende «qualsiasi strumento riportato nella Sezione C dell'Allegato I [t.u.f.], compresi gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito».

[5] Cfr. ESMA, *Progetto di Linee Guida sulle condizioni e sui criteri per la qualificazione delle cripto-attività come strumenti finanziari* (Documento di consultazione), punto 78, 29 gennaio 2024 (Esma 75-453128700-52); A. CAPONERA, C. GOLA, *Aspetti economici e regolamentari delle "crypto-attività"*, in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza (Occasional Paper)*, 2019, Roma, 11

2. Utility token ante litteram.

Per affrontare il primo punto, è necessario muovere dalla tassonomia degli *utility token* nel MiCAr secondo un approccio normativo, ma prima ancora deve ricordarsi (anche per mettere subito a fuoco il fenomeno in concreto) come degli *utility token ante litteram* esistessero già molto prima del MiCAr.

Mi riferisco, in particolare, ai vecchi *gettoni* (appunto, *token*) telefonici: erano "fisici", di metallo, non digitali e non "giravano" su *blockchain* ed erano emessi dalla vecchia Società italiana per l'esercizio delle telecomunicazioni (in acronimo, SIP).

Questi, da un lato, consentivano, una volta acquistati, l'utilizzo del servizio di telefonia pubblica, corrispondente al valore del gettone secondo un sistema di scatti telefonici di durata predeterminata: erano degli *utility token* puri!

Dall'altro, potevano anche essere utilizzati come moneta, pur non avendo alcun corso legale, venendo accettati dal creditore per l'adempimento di piccoli debiti pecuniari. A volte ancora presentavano anche una spiccata funzione finanziaria, se si considera il fatto che nel tempo il valore del gettone aumentava e quindi si poteva lucrare sul differenziale dell'incremento di valore del gettone [6].

Quando combinavano la funzione di utilità con quella di pagamento e/o con quella speculativa davano luogo a quelli che oggi chiameremmo *token* ibridi.

Tralasciando altri esempi di *token* di utilità *ante litteram* che pure si potrebbero richiamare, già in passato emersi nella tipologia della realtà grazie anche ad alcune applicazioni interpretative della Consob del 1998-1999 e del 2001 (mi riferisco ai certificati di vino "*en primeur*" o, per altro verso, anche ai certificati rappresentativi dei diritti di ormeggio [7]), penso possa dirsi – anticipando un po' le fila del discorso e avanzando qualche prima ipotesi ricostruttiva – che la novità rispetto al passato stia ora non solo nella tecnologia *DLT*, nella crittografia e negli *smart contracts* che sono alla base dei nuovi *digital asset*, ma soprattutto nella

ss.; v. anche P. MAUME, *The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both ?*, 2023, 12 in SSRN: https://ssrn.com or http://dx.doi.org.

[6] Sulla funzione solutoria del gettone telefonico come mezzo sostitutivo della moneta, cfr. già G. NICCOLINI, *Gettoni e buoni d'acquisto: ancora una generazione di mezzi di pagamento*, in *Riv. dir. civ.*, 1978, II, 95.

[7] Comunicazioni Consob n. DIS/98082979 del 22.10.1998, n. DIS/99006197 del 28 gennaio 1999, n. DEM/1043775 del 1° giugno 2001. Nelle prime due comunicazioni ci si riferiva ai certificati "*en primeur*", ossia a «certificati rappresentativi del diritto del sottoscrittore o del successivo cessionario di ottenere la consegna, ad una data prefissata, di un certo quantitativo di vino», con la particolarità che era previsto un mercato secondario dei certificati in cui una banca intermediava l'acquisto e la vendita dei certificati con relativa pubblicazione del listino di vendita. E fu proprio l'esistenza di un mercato secondario di tali certificati a far propendere l'autorità di vigilanza per una qualificazione di tali strumenti in termini di "investimenti tipicamente finanziari", prevalendo tale profilo sulla finalità di godimento del bene di consumo rappresentato dal diritto alla consegna del vino alla scadenza.

combinazione normativa, emergente dal MiCAr, tra la funzione negoziale di godimento dagli stessi assolta e la loro dimensione dinamica di mercato in cui la negoziabilità genera una aspettativa di rendimento finanziaria.

3. *Nozione e causa giuridica degli* utility token.

Ciò premesso, possiamo passare ad esaminare la nozione di *utility token* in ambito MiCAr [8], rimarcando che alla base dell'offerta di *utility token* c'è sempre una esigenza di finanziamento dell'impresa emittente, la quale – a fronte degli *utility token* emessi per realizzare un ben preciso progetto imprenditoriale – si avvale delle somme o delle cripto-valute raccolte presso i sottoscrittori di *token*.

Il meccanismo – conviene sottolinearlo per evitare fraintendimenti – non è quello del finanziamento in senso tecnico, in cui, a fronte del prestito ottenuto, l'emittente è obbligato a restituire il *tandundem eiusdem generis* e il *token* rappresenta il diritto di credito del finanziatore, ma quello del finanziamento c.d. commerciale che l'emittente richiede al pubblico per sviluppare una propria attività contro la cessione del godimento di beni e servizi futuri che saranno realizzati sulla base della provvista ricevuta.

Per fare un esempio concreto tratto dalla giurisprudenza, si pensi come, a fronte di una raccolta di capitali finalizzata alla creazione di una piattaforma decentralizzata di servizi logistici, a chi contribuisce vengano corrisposti in cambio gettoni digitali che costituiscono titoli per l'utilizzo della piattaforma [9].

---

[8] Può essere utile qui richiamare, senza pretesa di esaustività, la bibliografia che in argomento si sta cominciando a formare: G. Gitti, *Emissione e circolazione di cripto-attività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 13 ss.; R. Lener, L. Furnari, *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari crittografati ?*, in *Dirittobancario.it,* 2020; H. Benedetti, L. Abarzúa, C. Caceres Fuentes, *Utility Tokens* (December 15, 2021), in SSRN: https://ssrn.com or http://dx.doi.org; M. Cian, *La nozione di criptoattività nella prospettiva del MiCAR. Dallo strumento finanziario al token, e ritorno*, in *ODCC*, 2022, fascicolo speciale, 68; C. Sandei, *L'offerta iniziale di cripto-attività*, Torino, Giappichelli, 2022, 36; D. Florysiak, *Utility Tokens, Markets in Crypto Assets Regulation (MiCAR), and the Costs of Being Public* (December 2022), in SSRN: https://ssrn.com or http://dx.doi.org; W.A. Kaal, *Securities Versus Utility Tokens* (January 31, 2022), in SSRN: https://ssrn.com; M. de Mari, *Le cripto-attività nella prospettiva MiCAr tra innovazione e (iper-)regolamentazione*, in *Automazione; Diritto e Responsabilità*, Napoli, ESI, 2023, 293 ss.; P.Carriere, N. de Luca, M. de Mari, G. Gasparri, T.N. Poli, *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*, in *Quaderni giuridici Consob* n. 25/2023, Roma, 55; P. Maume, (nt. 5); M. de Mari, *Le cripto-attività nella disciplina MiCAr e la finanziarietà delle "cripto-attività non finanziarie"*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, dicembre 2023, 10; F. Annunziata, *La disciplina europea del mercato delle cripto-attività (MiCAR)*, in *RDS*, 2023, 945; F.P. Patti, *L'offerta al pubblico di cripto-attività nel titolo II del regolamento MICA*, in *Riv. dir. civ.*, 2024, 99 ss.

[9] Cass. pen., sez. II, 26 ottobre 2022, n. 44378.

Si può inoltre ricordare l'esempio dei *fan-token* negoziati su apposite piattaforme (menzionato dalla Banca d'Italia nel 2022) – emessi dai club di varie discipline sportive, grazie ai quali questi ultimi possono interagire con i propri sostenitori in modo innovativo – il cui controvalore, soprattutto in occasione di particolari vicende, può variare in modo molto significativo [10].

Ebbene, la definizione di *utility token* è data dal MiCAr sia in termini affermativi sia in negativo (*per genus et differentiam*, si potrebbe dire), ossia precisando ciò che l'*utility token* è e ciò che non può essere.

Diciamo subito che gli *utility token* rientrano tra le cripto-attività c.d. *other than*, categoria che comprende tutte le cripto-attività diverse dagli *asset referenced token*-ARTs e dagli *e-money token*-EMTs [11].

Non sono *utility token* le cripto-attività coincidenti con gli strumenti finanziari. E non sono neppure *utility token* le altre cripto-attività finanziarie elencate nell'art. 2, n. 4, MiCAr espressamente escluse dall'applicazione del MiCAr [12- 13].

Tornando alla nozione in positivo, va ribadito che questi sono una *species* del più ampio genere "cripto-attività" (nel quale, come detto, rientrano anche gli ARTs e gli EMTs), ossia sono una «rappresentazione di un valore o di un diritto che può

[10] Si tratta, più precisamente, di gettoni digitali emessi da (e spesso negoziati su) piattaforme basate sulla tecnologia *blockchain*, acquistati con euro convertiti nella criptovaluta emessa dalla stessa piattaforma, grazie ai quali i *club* di varie discipline sportive entrano in relazione con i propri sostenitori. In Italia, l'iniziativa è in espansione tra le squadre di calcio. Coinvolge attualmente diverse società tra cui Juventus, Inter, Milan, Roma e Lazio, alle quali si è aggiunta di recente anche la Nazionale di calcio italiana. Con l'acquisto di pacchetti di gettoni, il tifoso accede a forme di intrattenimento che vanno dalla collezione di immagini e filmati celebrativi dei club, alla partecipazione a sondaggi per influenzare le attività della propria squadra, ad esempio la scelta della canzone da suonare allo stadio in caso di gol o il modello di cappello da far indossare in campo all'allenatore (in questo senso cfr. il Comunicato di Banca d'Italia, *I fan token: parliamo ancora di criptovalute – Investimento o tifo per la squadra del cuore?*, http://www.economiapertutti.bancaditalia.it.notizie.ifantoken – 19 aprile 2022). In occasione dell'acquisto di un notissimo calciatore da parte del *PSG* nell'agosto 2021, il valore dei *fan-token* del *PSG* in una settimana è aumentato addirittura del 121%, incrementandosi da 19 a 42 euro (su questo profilo della negoziabilità si tornerà più avanti).

[11] Gli ARTs sono cripto-attività che mirano a mantenere un valore stabile facendo riferimento a un altro valore o un diritto o a una combinazione dei due, comprese una o più valute ufficiali; gli EMTs sono cripto-attività che mirano a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una singola valuta ufficiale (art. 3, primo comma, nn. 6 e 7).

[12] Cfr. cons. n. 9. Più precisamente, il MiCAr non si applica alle cripto-attività già oggetto di regolamentazione eurounitaria in quanto qualificabili come: (i) strumenti finanziari ai sensi della direttiva 2014/65/UE, (ii) depositi ai sensi della direttiva 2014/49/UE, compresi i depositi strutturati ai sensi della direttiva 2014/65/UE, (iii) fondi ai sensi della direttiva (UE) 2015/2366, (iv) posizioni inerenti cartolarizzazioni ai sensi del regolamento (UE) 2017/2402 e (v) prodotti assicurativi non vita o vita, prodotti pensionistici o regimi di sicurezza sociale.

[13] Attesa, però, per quanto si dirà, l'attitudine degli *utility token* a soddisfare anche esigenze di natura finanziaria, viene imposto all'offerente gli *utility token* di dichiarare – con una attestazione gravida di rischi legali per chi la rilascia – i motivi per cui gli *utility token* offerti non costituiscono cripto-attività finanziarie (art. 8, quarto comma).

essere trasferito e memorizzato elettronicamente, utilizzando la tecnologia a registro distribuito o una tecnologia analoga» [14].

Rappresentazione che, nello specifico, è «destinata unicamente a fornire l'accesso a un bene o a un servizio prestato dal suo emittente».

E su questa definizione che occorre ora appuntare l'attenzione.

La norma (tanto nella versione in lingua inglese che in quella italiana) parla di "accesso" ad un bene o a un servizio e non di diritti di proprietà sul bene: sembrerebbe, dunque, potersi opinare che l'*utility token* non documenti un diritto reale su un bene, ma solo un diritto di godimento, una utilità, un "accesso", appunto, su un bene o su un servizio prestato dall'emittente [15]. Il che sembrerebbe inoltre poter essere confermato dalla circostanza (dal *wording* normativo non chiarissimo) che gli *utility*, durante o al termine dell'operazione, possono essere *riscattati* con i beni o servizi a cui danno accesso [16- 17].

In questa prospettiva, il rapporto giuridico causale che giustifica l'emissione dell'*utility token*, è, quindi, lato sottoscrittore del *token*, quello di godimento di un bene o di un servizio; dal lato dell'emittente, come già detto, è quello di finanziare un proprio progetto imprenditoriale attraverso la vendita dei *token* [18].

Nella nozione di *utility token* non è poi precisato se deve trattarsi di un bene o di un servizio *presente* o *futuro*, ma lo stesso MiCAr prevede che la disciplina (solo) dell'offerta al pubblico di *token* non si applichi quando l'offerta riguarda «un bene o un servizio esistente o in gestione», pur rilevando che tale esenzione non trova applicazione quando vi è «l'intenzione di chiedere l'ammissione alla negoziazione» di quella cripto-attività [19].

---

[14] La componente tecnologica, pur essendo un elemento costitutivo dei *crypto-asset*, non costituisce un fattore chiave distintivo di tali attività, dal momento che possono oramai essere emessi, come meglio si dirà più avanti, anche strumenti finanziari mediante tecnologia a registro distribuito, ossia strumenti finanziari documentati e circolanti in forma di cripto-attività (art. 2, secondo comma, t.u.f.).

[15] L'uso dell'avverbio "unicamente" sembra alludere al fatto che l'*utility token* dia accesso solo al godimento e non anche a diritti di profitto o altro, caratterizzando così l'*utility token* c.d. puro. In termini, invece, meno rigorosi cfr. F.P. PATTI, (nt. 8),101 e 103.

[16] All. I, Parte G, n. 5.

[17] Il titolare del *token* di utilità, in altre parole, può ottenere la disponibilità del bene o del servizio a cui gli *utility* si riferiscono, ma, pur essendo titolare del *token*, non ha un diritto di proprietà sul bene o servizio oggetto del *token*.

[18] Questo modello di "finanziamento/raccolta" sembra reinterpretare quei risalenti modelli di finanziamento di progetti imprenditoriali che facevano ricorso al credito fornito dai clienti, tramite acconti o anticipi di prezzo, ovvero a schemi negoziali osservabili in particolari settori in cui si ricorre a contratti di prevendita dei diritti quale mezzo di prefinanziamento della sottostante attività, o ancora al settore immobiliare che fa talora ricorso allo schema negoziale dell'acquisto di immobili da costruire o c.d. "vendita su carta", in questo senso v. P. CARRIERE, N. DE LUCA, M. DE MARI, G. GASPARRI, T.N. POLI, (nt. 8), 59.

[19] Vedi, rispettivamente, l'art. 4, terzo comma, lett. *c*) e il quarto comma del medesimo articolo e il cons. 26.

Quindi, il bene o il servizio è futuro, ma può essere anche già esistente o già operativo, ove l'*utility token* sia destinato alla negoziazione.

Non è richiesto che il bene o il servizio siano *digitali*, mentre è indispensabile, come già detto, che il *token* sia digitale, dovendo necessariamente essere emesso e memorizzato elettronicamente attraverso la tecnologia *DLT*[20].

Non è poi neppure precisato se l'utilità portata dal *token* sia *ad esecuzione istantanea o ad esecuzione continuata* e se il diritto di godimento debba essere sempre il medesimo o se un *utility token* possa attribuire anche diritti di utilità diversi con il medesimo *token.* Dal momento che i diritti e gli obblighi connessi alle cripto-attività sono comunque stabiliti nel *White Paper*, propenderei per l'idea che l'emittente possa modulare i contenuti e le condizioni per l'esercizio dell'*utility token* in autonomia nei limiti del perimetro della fattispecie[21].

Continuando ad evidenziare le caratteristiche costitutive di questi strumenti, credo sia decisivo avvertire – anche con una certa enfasi per l'importanza che il termine riveste nel diritto cartolare – che gli *utility token* sono di norma *trasferibili*[22-23] e sono fungibili, standardizzati e in numero predefinito, allineandosi i *token*

---

[20] Così M. CIAN, (nt. 8), 68.

[21] All. I, Parte G, nn. 1 e 4.

[22] V. cons. 17 secondo cui «le attività digitali che non possono essere trasferite ad altri possessori non rientrano nella definizione di cripto-attività». Pertanto, le cripto-attività digitali accettate solo dall'emittente o dall'offerente e che sono tecnicamente impossibili da trasferire direttamente ad altri possessori sono escluse dall'ambito di applicazione di MiCAr. Si pensi, ad esempio, ai programmi di fidelizzazione in cui i punti di fedeltà possono essere scambiati per ottenere benefici solo con l'emittente o l'offerente di tali punti (cons. n. 17). L'eccezione che conferma la regola è quella che impone al *White Paper* di specificare in modo inequivocabile il caso in cui la cripto-attività non è trasferibile (art. 6, quinto comma, lett. *b*)

[23] La trasferibilità (che è concetto diverso rispetto alla negoziabilità) è tuttavia strettamente legata alla circolazione degli *utility token*. Senza poter qui approfondire il tema, basti dire che questi strumenti digitali circolano secondo la legge di circolazione della *DLT* prescelta, in forza della quale si legittimano i titolari dell'*utility token*. Tali regole di circolazione hanno, però, natura *convenzionale*. La mancanza di una legge di circolazione legale non consente la loro circolazione secondo le regole dei titoli di credito. Il regime convenzionale non può, infatti, far assumere rilievo cartolare o scritturale a formalità di cessione che non sono già contemplate come tali dall'ordinamento. Di conseguenza non si possono applicare le regole cartolari/scritturali dei titoli di credito ma dovrebbero applicarsi quelle di diritto comune sulla cessione dei crediti. Ad oggi sembra quindi di poter dire che la circolazione dei diritti rappresentati dall'*utility token* su *DLT* avviene, a titolo derivativo, con gli effetti della cessione dei crediti ma senza la forma della cessione.

Sembra qui riproporsi – sia detto per inciso – la medesima problematica giuridica attinente alla circolazione degli strumenti finanziari digitali che poi è stata risolta dal citato "Decreto FinTech", che, come si sa, ha introdotto un regime di circolazione digitale su registri *DLT*, alternativo alla circolazione cartolare e a quella dematerializzata, legittimando *ex lege* il possessore dello strumento finanziario digitale all'esercizio del diritto incorporato nello stesso secondo le disposizioni del Decreto FinTech (v., prima del Decreto, P. CARRIERE, N. DE LUCA, M. DE MARI, G. GASPARRI, T.N. POLI, (nt. 8), 112 ss., 117; A. GENOVESE, *La circolazione dei valori mobiliari su blockchain*, in *Riv. dir. comm.*, 2023, I, 201).

di utilità – come sottolinea l'Esma – «ad un insieme uniforme di *crypto-asset* con identici diritti e caratteristiche, rendendoli intercambiabili» [24] (sono esclusi da questa categoria i *non fungible token*-NFT).

Assume a mio avviso carattere cruciale e definitivo, nella ricostruzione della fattispecie in esame, l'elemento della *negoziabilità* del *token* su piattaforme *ad hoc*.

Pur trattandosi di un elemento non indefettibile, non menzionato espressamente nella definizione ma ampiamente ricavabile dalla disciplina, l'ammissione alla negoziazione su una piattaforma di cripto-attività è espressamente prevista e, anzi, risulta essere ipotesi fisiologica della nostra fattispecie [25].

Qui le gestioni di piattaforme sono considerate equivalenti alle gestioni di sistemi multilaterali di negoziazione e consentono l'incontro tra proposte di vendita e di acquisto di cripto-attività, esattamente come i sistemi multilaterali MiFID dove vengono negoziati strumenti finanziari [26]. Le piattaforme assumono – anche da un punto di vista tecnico ed organizzativo – i caratteri tipici di un mercato secondario di *utility token*; quindi – vale la pena sottolinearlo – non è semplicemente richiesta la sola idoneità ad essere «negoziati nel mercato dei capitali» come per i valori mobiliari, ma è, vieppiù, prevista la negoziabilità su apposite piattaforme di cripto-attività.

E comunque anche se l'*utility token* non è ammesso alla negoziazione, il *White Paper* deve in ogni caso indicare «come e dove sia possibile acquistare o vendere gli utility token dopo l'offerta al pubblico» [27].

Il che consente di dire che l'*utility token*, come lo strumento finanziario, è emesso nella prospettiva della sua potenziale compravendita e, quindi, del mercato e nell'ottica, in definitiva, di una sua redditività finanziaria [28].

È chiarissima – secondo me – la spinta del legislatore comunitario nel disegnare degli strumenti che, al di là della loro specifica funzione di godimento, assolvano ad una ulteriore e preminente funzione: quella di consentirne l'acquisto per poi poterli rivendere ad un prezzo maggiore rispetto a quello originariamente pagato.

Con i *token* di utilità si determina, in realtà, una operazione in cui i diritti di godimento su un bene o un servizio si combinano con la negoziazione di tali diritti su un mercato finanziario. E ciò genera una aspettativa di rendimento finanziario che rappresenta indubbiamente un indice di finanziarietà; senza dire qui che

[24] Esma, (nt. 3), punto 61.

[25] Si veda l'art. 5.

[26] Art. 60, terzo comma, lett. *b*).

[27] Allegato I, Parte G, n. 6.

[28] Tanto per rimarcare il rilievo della negoziabilità in questo ambito, in chiave simmetrica rispetto a quanto avviene per gli strumenti finanziari, giova sottolineare che – sulla falsariga di quanto disposto per l'ammissione alle negoziazioni degli strumenti finanziari nei mercati regolamentati – è prescritto che le cripto-attività in esame possano essere ammesse alla negoziazione (anche in assenza di domanda dell'emittente) su iniziativa del gestore della piattaforma di negoziazione.

MiCAr qualifica, comunque, l'operatività in cripto-attività (anche non negoziate) in termini di "investimento", così rivelando, ancora una volta e per altro verso, la vera natura finanziaria delle cripto-attività asseritamente non finanziarie [29].

Ciò che voglio dire è che, nella visione MiCAr, i *token* di utilità non servono solo a fruire del bene o del servizio, ma servono anche per negoziare tali diritti e per far circolare le relative situazioni giuridiche soggettive traendone un profitto. Ed è oltremodo difficile dire in concreto quale delle due funzioni economico-individuali (utilità/negoziabilità) sia quella tipica dell'*utility token* e se una sia prevalente o strumentale rispetto all'altra [30].

A me sembra che si possa dire che la causa concreta del negozio giuridico di acquisto dell'*utility token* sia da rintracciarsi nella combinazione dei diversi interessi che attraverso questo si realizzano: ossia, il godimento del bene e la percezione della eventuale differenza di valore maturato dal *digital asset* nel proprio mercato secondario di riferimento, nel quale, peraltro, si badi bene, il valore del *token* è decorrelato rispetto al valore del bene e del servizio oggetto del *token*.

4. *Confronto (e ambiti di sovrapposizione) tra gli* utility token *e le cripto-attività che sono valori mobiliari e prodotti finanziari ai sensi del t.u.f.*

Se si condivide questa impostazione e soprattutto la circostanza che i tratti caratteristici dei *token* in esame siano quelli sin qui descritti, si può allora – ancorché solo per rapidi passaggi – verificare se esiste una sovrapposizione tra gli *utility token* e i valori mobiliari-*token* e tra gli *utility token* e i prodotti finanziari-*token*.

Ebbene, senza poter qui ripercorrere le origini e la nozione dei valori mobiliari *ex* art. 1, comma 1-*bis*, t.u.f., posso ricordare, riducendo all'osso il discorso, che il valore mobiliare, si caratterizza, sia nella versione domestica che in quella MiFID, per la sua appartenenza ad una classe di titoli, per la sua causa intrinseca finanziaria (ossia per la relazione di investimento/finanziamento tra il sottoscrittore e l'emittente), nonché per la negoziabilità del titolo (ossia, come già osservato,

[29] Vedi in particolare l'art. 81, primo comma, che, con riguardo ai servizi di consulenza e di gestione di portafoglio di cripto-attività, prescrive un *test* di adeguatezza tra il profilo del cliente e la cripto-attività identico (quanto a parametri di adeguatezza utilizzati) a quello previsto dalla normativa MiFID e, in particolare, tiene in considerazione le conoscenze dei clienti e le loro esperienze di *investimento* in cripto-attività, i loro *obiettivi di investimento*, inclusa la *tolleranza al rischio*, e la loro *situazione finanziaria*, inclusa la *capacità di sostenere le perdite*.

[30] Compie questo sforzo ermeneutico, pur consapevole della difficoltà, M. Cian, (nt. 8), 70, secondo il quale la valutazione circa la prevalenza dell'utilità o della negoziabilità va condotta alla luce dell'apprezzamento sociale (attuale o ragionevolmente atteso), non del singolo motivo individuale del singolo consumatore/risparmiatore.

per la sua idoneità ad essere oggetto di un flusso di domande in acquisto e vendita sul mercato dei capitali) [31].

Se l'elemento dell'appartenenza ad una classe di titoli e la negoziabilità sono presenti tanto nell'*utility token* che nei valori mobiliari, altrettanto non si può dire per il contenuto intrinseco che li caratterizza: nel primo caso, come ampiamente detto, il sostanziale è rappresentato da una relazione di godimento, nel secondo la relazione è di investimento/finanziamento.

Quindi, le due cripto-attività sono solo parzialmente sovrapponibili e può perciò forse giustificarsi un diverso trattamento normativo dei *token* di utilità, ancorché si debba soggiungere che la disciplina "para-finanziaria" MiCAr altro non è – secondo una visione neppure troppo semplificata – che un *copy and paste* della normativa MiFID e di quella Prospetto con alcune specificità, ma senza, invero, differenze rimarchevoli [32].

Molto più netta è invece la sovrapposizione con i prodotti finanziari, consistenti, come si sa, secondo la nozione domestica del t.u.f., in «strumenti finanziari e in ogni altra forma di investimento di natura finanziaria diversa dagli strumenti finanziari».

La Consob – sulla falsariga del c.d. "*Howey Test*" applicato dalla SEC con riguardo al "contratto di investimento" – ha da sempre sostenuto che la fattispecie prodotto finanziario può dirsi integrata quando in essa sono compresenti gli elementi *dell'impiego di capitali*, *dell'aspettativa di rendimento finanziaria* e *dell'assunzione di un rischio connesso all'impiego di capitali* [33].

Questo vuol dire, secondo l'autorità di vigilanza e gli accademici, che l'ope-

---

[31] Questa nozione di valore mobiliare è pacifica in dottrina, v., *ex multis*, M. CIAN, *Strumenti finanziari*, in *Diritto on line Treccani.it*, 2015. Come pure è normativamente indiscutibile che la categoria dei valori mobiliari rientri in quella più ampia degli strumenti finanziari (alla quale appartengono altresì gli strumenti del mercato monetario, le quote di Oicr, le quote di emissioni *ex* direttiva 2003/87/Ce e gli strumenti finanziari derivati), che, a loro volta, possono ascriversi nella ancor più vasta categoria domestica dei prodotti finanziari *ex* art. 1, primo comma, lett. *u*), t.u.f.

[32] Tanto è vero che, in ambiente *social media*, MiCAr è icasticamente identificata come "*MiFID for crypto*" (*i.e.*: come una disciplina finanziaria per un mercato [asseritamente] non finanziario). In argomento v. P. MAUME, (nt. 8), 21 e sia consentito rinviare altresì a M. DE MARI, *Le cripto-attività nella prospettiva MiCAr tra innovazione e (iper-)regolamentazione*, (nt. 8), 310 ss. e ID., *Le cripto-attività nella disciplina MiCAr e la finanziarietà delle "cripto-attività non finanziarie"*, (nt. 8), 10 ss. Allude ad un vero e proprio esercizio di *cross-sectorial regulation* (seppure precipitato in un unico ambito) anche F. ANNUNZIATA, (nt. 8), 931.

[33] *Cfr*. Comunicazioni Consob n. 96009868 del 5 novembre 1996, n. 12079227 del 4 ottobre 2012, n. 13038246 del 6 maggio 2013, n. 13017415 del 1° marzo 2015; Delibere Consob n. 19968 del 20 aprile 2017 e n. 20207 del 6 dicembre 2017. V. il noto *test* di *Howey*, applicando il quale viene stabilito, volta per volta, se una certa attività può essere ricondotta nella fattispecie *security*. In questo senso può leggersi il Discorso del Presidente della SEC Gary Gensler del 3 agosto 2021, https://www.sec.gov. Si veda anche SEC v. Howey Co., 328 US 293 (1946), *Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets*, disponibile su https://supreme.justia.com.

razione di acquisto di un bene, al quale, all'atto della conclusione del contratto, è collegata una promessa predeterminata di un rendimento finanziario collegato alla *res*, integra un prodotto finanziario [34].

Non è finanziario il *rendimento economico* che si può ritrarre dal normale apprezzamento del bene nel tempo, ma lo è invece il *rendimento di natura finanziaria* che si verifica quando, ad esempio, si acquista un'opera d'arte, una pietra preziosa, dei vini d'annata ad un prezzo inferiore rispetto a quello di listino e il venditore si obbliga a riacquistarli entro un certo termine ad un prezzo maggiorato rispetto a quello di vendita [35].

La stessa finalità di investimento speculativa – come già insegnavano i casi emersi nella prassi della Consob sopra richiamati a proposito degli *utility token ante litteram* – è generata altresì dalla negoziazione di quell'*asset* su un mercato secondario che, pur non costituendo un elemento intrinseco della situazione incorporata nel titolo (come la promessa predeterminata all'atto della conclusione del contratto di un rendimento collegato alla *res* o come gli obblighi di riacquisto), fa evolvere la funzione di godimento del bene in finalità di investimento a cui è correlata una aspettativa di rendimento finanziario.

Se quindi si pensa agli *utility token* come a qualcosa di non necessariamente nuovo ed innovativo (se non per la veste documentale digitale) e si nota come il prodotto finanziario in realtà altro non è che una operazione commerciale avente

---

[34] Comunicazione Consob n. 97006082 del 10 luglio 1997; Comunicazione Consob n. 13038246 del 6 maggio 2013, nella quale l'autorità escludeva la natura di investimento finanziario dell'acquisto di diamanti, ove «(i) con la sottoscrizione dei contratti di acquisto dei diamanti, si determini il trasferimento di un pieno diritto di proprietà della *res* materiale in capo all'acquirente, atteso che quest'ultimo è immediatamente immesso nel pieno ed esclusivo diritto di disporre e godere del bene, e non sussistono vincoli o limitazioni al godimento dello stesso; (ii) non si ravvisi la sussistenza di certificati rappresentativi dei diritti dei titolari, destinati eventualmente a circolare nell'ambito di un "mercato secondario" appositamente organizzato; (iii) non sia previsto un patto di riacquisto da parte delle società di cui trattasi. [...]. In particolare, [...] non sia prospettata, a favore dell'acquirente che decida di dismettere i diamanti, una specifica forma di rendimento diversa, collegata e/o ulteriore rispetto al valore del bene acquistato»; v., in termini non dissimili, Comunicato Consob del 31 gennaio 2017 sulla compravendita di diamanti da investimento.

[35] Cfr. Cass. civ., sez. L., 5 febbraio 2013, n. 2763, la quale ha qualificato come prodotto finanziario il seguente schema negoziale avente ad oggetto diamanti da investimento: «il contratto in cui una società proponga al pubblico il 'blocco' di una somma per un anno in prospettiva di un guadagno, mediante un meccanismo negoziale consistente nella consegna in affidamento all'investitore di un diamante del valore ipotetico di mille euro, chiuso in un involucro sigillato, contro il versamento in denaro di un identico importo, con l'impegno della società di 'riprendersi' il prezioso dopo dodici mesi e di restituire il capitale maggiorato di ottanta euro, senza alcun'altra prestazione a carico dell'investitore, prevalendo in detta operazione gli elementi del credito fruttifero e della garanzia rispetto a quello della custodia, e sussistendo, altresì, il 'rischio emittente' legato all'incertezza sulla capacità della società di restituire il *tantundem* con l'incremento promesso». V. anche le Delibere Consob nn. 19968 e 20207/2017, dove è considerato prodotto finanziario un «portafogli di investimento cui è collegata la promessa di rendimenti periodici predeterminati derivanti dall'attività di *trading* in criptovalute».

ad oggetto un bene, in cui si vuole non solo soddisfare un bisogno di consumo dell'acquirente, ma far conseguire all'investitore un profitto, allora non può non convenirsi – io credo – che tra l'*utility token* e i prodotti finanziari-*token* ci sia una stretta assonanza.

Entrambi sono situazioni di diritti di natura non finanziaria, potenzialmente negoziabili in modo sistematico su mercati secondari che determinano la formazione di un prezzo e quindi un'aspettativa di rendimento finanziario collegata ad un rischio non derivante dall'attività di chi ha investito.

Attesa, quindi, la sovrapposizione tra gli *utility token* e i prodotti finanziari [36], si può, a mio avviso, fondatamente sostenere che, almeno nel nostro ordinamento, la figura degli *utility token* era tutto sommato superflua, potendo senz'altro ritenersi assorbita e disciplinata nell'ambito dell'offerta pubblica di prodotti finanziari tokenizzati, senza la necessità di una disciplina così ampia e ripetitiva di quella finanziaria come è MiCAr (che conta complessivamente di ben 119 considerando, 149 articoli e 6 allegati !!) [37].

Tuttavia, è d'uopo notare, in primo luogo, che la figura dei prodotti finanziari è fattispecie tipicamente domestica e non armonizzata a livello europeo e quindi non presente nel panorama MiFID che conosce solo le diverse fattispecie degli strumenti finanziari e dei valori mobiliari; e, in secondo luogo, che le norme dell'Unione Europea prevalgono su quelle nazionali precedenti e già vigenti.

Pertanto, l'assorbimento dei *token* di utilità nei *token*-prodotti finanziari avrebbe potuto avere rilievo solo nel nostro ordinamento (o negli altri ordinamenti comunitari che conoscono la figura dei prodotti finanziari o figure equivalenti) e sarebbe stato comunque in contrasto con il MiCAr che introduce un regime di offerta al pubblico obbligatoria per le cripto-attività che ne erano esenti.

Ed è probabilmente per questo motivo – oltre che per ovviare ad annose questioni interpretative già sorte in argomento – che il Decreto di adeguamento della normativa nazionale italiana al MICAr (c.d. Decreto Criptovalute) ha rotto gli indugi, prescrivendo testualmente che «la disciplina del TUF avente ad oggetto i prodotti finanziari non si applica alle attività che rientrano nell'ambito di applicazione del Regolamento [MiCAr] UE 2023/1114» [38], e così ha troncato in modo

---

[36] In questo senso v. anche C. FRIGENI, *Il mercato primario delle cripto-attività. Offerta al pubblico e regime di trasparenza nella proposta di regolamento MiCA*, in *ODCC*, 2022, fascicolo speciale, 32 ss. e già C. SANDEI, (nt. 8), 47 ss. cui *adde* F. ANNUNZIATA, (nt. 8), 941 ss.

[37] Nel caso, invece, di *utility token* autenticamente *non finanziari*, non negoziati su piattaforme di *trading*, non si avvertiva la necessità di prevedere una così articolata disciplina, riproduttiva di quella di matrice finanziaria, non sfuggendo gli *utility token* alla tutela consumeristica esistente (cons. n. 29). Sul rapporto tra la tutela del consumatore e la disciplina MiCAr, v. M. MAUGERI, *Proposta di Regolamento MICA (Markets in Crypto-Assets) e tutela del consumatore nella commercializzazione a distanza*, in *ODCC*, 2022, fascicolo speciale, 230 ss., 240 ss.

[38] Nelle more di pubblicazione del presente articolo è stato pubblicato in Gazzetta Ufficiale il d.lgs. 5 settembre 2024, n. 129 «Adeguamento della normativa nazionale al regolamento UE

netto la questione, pur senza risolvere ogni problematica ancora presente.

Aggiungo infine che la disciplina del t.u.f. sui prodotti finanziari (ossia le disposizioni in materia di prospetto informativo, offerta fuori sede e promozione e collocamento a distanza) resta, invece, applicabile per tutti i prodotti finanziari che non assumono la veste di cripto-attività e anche per i prodotti che sono cripto-attività *non* ricomprese in MiCAr, come, ad esempio, potrebbero essere, ove abbiano i requisiti dei prodotti finanziari, i *Non Fungible Token* (*NTF*), che, nonostante siano cripto-attività, esulano dall'applicazione del MiCAR (cons. 10 e art. 2, terzo comma).

2023/1114 del Parlamento europeo e del consiglio, del 31 maggio 2023, relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica i regolamenti UE n. 1093/2010 e UE n. 1095/2010 e le direttive UE 2013/36 e 2019/1937» che all'art. 39 dispone esattamente quanto indicato nel testo.

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 condivisibilità 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 evidenziato [3], 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 scritturale [4] di cui al t.u.f. e al regolamento c.d. CSDR [5], 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 indubbie 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 intervento [6], 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 accentrata 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 finanziari [7] 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 digitale [8] 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 regime [9].

---

plina applicabile in caso di banche o imprese di investimento che agiscono in nome proprio e per conto dei clienti; fattispecie 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 fattispecie 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 accentrata».

[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 intermediazione [10]). Ed infatti, detto regime è imperniato sulla gestione accentrata, ossia impone all'investitore di detenere i propri strumenti finanziari attraverso un sistema basato sull'interrelazione necessaria tra intermediari e depositario centrale [11] (precisamente: un sistema di scritture contabili tenute dai depositari centrali e dagli intermediari [12]). 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-trading [14]) [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 attribuitele 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 princìpi 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 accentrati tenuti da un (unico) gestore accentrato, 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 condizioni [16].

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 accentrata 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'emanazione del decreto, ne hanno fornito un primo commento [17].

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 scritturale [18], 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 stesso [20].

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 accentrata. 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 distribuito [23].

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 comprensibile, 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'intermediario [25] – 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 accentrata 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 successive [26].

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 tempi [29]. 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. 1745/1962 [30], 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 afferenti [31]. 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 DLT [32] 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 accentrata [34], 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 distribuito [35] e della rappresentazione simultanea delle movimentazioni digitali [36], nonché delle possibili configurazioni che può in concreto assumere la singola DLT [37].

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 chiarito 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 evoluzione [38] 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 finanziari [39].

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 accentrata in regime di dematerializzazione [40].

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, derogato [41].

---

[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 configurabile [42], 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 dematerializzati [43]; sebbene, inoltre, rispetto agli strumenti digitali si possano riproporre 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 fattispecie [45], peraltro estesa oltre l'ambito di applicazione del regolamento DLT *Pilot Regime*, senza tuttavia pretese di esaustività e finanche di completezza della relativa disciplina [46].

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, ancorché – se non ci si inganna – in modo più sfumato, N. DE LUCA, (nt. 11), 232, che parla di «un'evidente aspirazione all'autosufficienza».

Temi e dibattiti
Comments and analysis

Compliance e ESG nelle imprese complesse: quale nuova frontiera?

Compliance and ESG in large companies: a possible new frontier?

Paolo Benazzo*

ABSTRACT

Compliance e ESG, nel corso dell'ultimo decennio, hanno conquistato la ribalta nel diritto societario, enfatizzando il ruolo funzionale della governance e piegandolo a istanze e interessi terzi rispetto ai soci e allo scopo di profitto. Il saggio si pone l'obiettivo di ricostruire il ruolo e la funzione di conformità nelle imprese di grandi dimensioni seguendone le evoluzioni all'interno di un quadro nel quale la rilevanza sociale dell'impresa è divenuto il nuovo valore predominante, con l'obiettivo ultimo di individuare una possibile nuova frontiera nel declinare la *compliance* rispetto alla "triade" ESG.

Compliance and ESG, over the last decade, have mushroomed and gained prominence in Corporate Law: on the one hand, emphasizing the functional role of Governance and, on the other hand, making the latter servant to interests of constituencies other than shareholders beyond the purpose of profits. The essay aims to reconstruct the role and function of Compliance in large companies, by following its evolutions within a framework in which the social relevance of companies has become the new predominant value. The ultimate goal is to identify a possible new frontier in shaping the Compliance with respect to the ESG "triad".

SOMMARIO:

1. *Compliance* ed ESG. La funzione di conformità da *onere* a *dovere* normativo. – 2. La funzione di *compliance* quale mero (e statico) presidio di legalità. – 3. Dalla *corporate governance* alla *corporate compliance*: impresa societaria e valori eteronomi a rilevanza "sociale". – 4. Una nuova lettura della *compliance*. – 5. La *compliance* quale controllo *per il* management. – 6. La *compliance* quale controllo del management. Una nuova *finis terrae* per la *compliance*?

* Professore ordinario di diritto commerciale nell'Università di Pavia; e-mail: paolo.benazzo@unipv.it.

1. Compliance *ed ESG. La funzione di conformità da* onere *a* dovere *normativo.*

Il dibattito in ordine al *corporate purpose* e dunque alla rilevanza che le tematiche della sostenibilità e della rilevanza dell'impresa (segnatamente di quella societaria di medio-grandi dimensioni) ha assunto dimensioni così vaste da non consentire un'analisi approfondita mercé il presente saggio [1]. Purtuttavia, mi pare che vi sia una constatazione della quella le riflessioni che seguono possono trarre origine e direzione: quella cioè che la gestione e il controllo delle "genuine" [2] esternalità negative della grande impresa azionaria non possono essere interamente (ed esclusivamente) affidate al solo diritto regolatorio, ma investono anche – e, forse, prima di tutto – il diritto societario [3]: la protezione degli interessi diffusi ed esterni all'impresa (quella azionaria *in primis*) passa infatti non già (e non solo) dall'implementazione di limiti legali esterni all'esercizio dell'impesa, ma anche dalla conformazione della struttura interna dell'organizzazione dell'impresa.

E, a mio avviso, la conferma la si rinviene nell'art. 2086 c.c., così come riveniente dalla novella legislativa del 2019.

Ogni qual volta ci si accinga a discettare in ordine alla «funzione di conformità», è immediata, quanto scontata, la precisazione che si tratti non solo di una nozione ma anche di un istituto complesso, articolato e multiforme, oltre che dotato

---

[1] Del pari è impossibile dare conto, in modo compiuto ed esauriente, di tutti gli studi e contributi sul tema. Per tutti, oltre agli autori citati nelle successive note (10) e (24) e seguenti, tra i più recenti, rinvio a: M. CAMPOBASSO, *Gli amministratori, il successo sostenibile e la pietra di Spinoza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2024, I, 1 ss.; M. LIBERTINI, *Gestione "sostenibile" delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *Contr. e impr.*, 2023, 54 ss.; M. MAUGERI, *Soci istituzionali e capitalismo "responsabile"*, in questa *Rivista*, 2023, 3, 836 ss.; A. PERRONE, D. SEMEGHINI, *Oltre lo* shareholder value. *Verso nuove regole per la composizione deli interessi nella grande impresa azionaria*, *ivi*, 805 ss.; M. COSSU, Stakeholders Theory, *obiettivi ESG e interesse sociale*, *ivi*, 783 ss.; C. ANGELICI, *A proposito di shareholders, stakeholders e statuti*, in *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance* (Atti del Convegno di Courmayeur, 9 aprile 2021), a cura di P. Montalenti, M. Notari, Milano, Giuffrè, 2022, 47 ss.; F. D'ALESSANDRO, *Il mantello di San Martino, la benevolenza del birraio e la Ford modello T, senza dimenticare Robin Hood (divagazioni semi-serie sulla c.d. responsabilità sociale dell'impresa e dintorni)*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 409 ss.; A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria*, Bologna, Il Mulino, 2022, spec. 142 ss.; F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra* short-termism *e* stakeholder empowerment, in questa *Rivista*, 2021, 29 ss. e in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, II-I, Torino, Giappichelli, 2021, 281 ss.; P. MONTALENTI, *La società per azioni: dallo shareholder value al successo sostenibile. Appunti*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, II, t. II, Torino, Giappichelli, 2021, 671 ss.; U. TOMBARI, *"Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria*, Milano, Giuffrè, 2019, spec. 78. V. anche *Il lucro sostenibile. Obiettivi e ruolo delle imprese tra comunicazione e realtà*, nel volume collettaneo di AGE n. 1/2022.

[2] L'espressione è tratta da puntuale, quanto stimolante, lavoro di F. D'ALESSANDRO, (nt. 1), 428.

[3] Così A. PERRONE, D. SEMEGHINI, (nt. 1), 817.

intrinsecamente – viepiù se calato nella realtà delle «imprese complesse» [4] – di una valenza operante su un duplice piano: quello più immediatamente funzionale e quello, di respiro più ampio e sistemico, causale [5].

E infatti, come si cercherà di evidenziare con le brevi riflessioni e annotazioni che seguiranno e che saranno precipuamente dedicate a ricercare e a far emergere l'evoluzione che la *compliance* ha conosciuto nel corso dell'ultimo decennio nonché a tracciare i nuovi confini cui la stessa si sta ormai avvicinando, sotto il primo profilo, quello funzionale, la *compliance* ha immediati impatti sulla conformazione e sull'operatività degli assetti organizzativi dell'impresa (complessa); sotto il secondo profilo poi – che, peraltro, è quello che, proprio nell'ultimo lustro, è venuto assumendo maggiore rilevanza ma che ancora presenta elementi di difficile inquadramento e decrittazione – essa finisce per avere riflessi anche sulla *causa societatis* e sulla visione, a seconda dell'inflessione che si voglia privilegiare, più o meno contrattualistica (o neo-istituzionalistica), dell'impresa organizzata in forma societaria [6].

---

[4] Il sintagma non trova una definizione legale tipica, ma è utilizzato convenzionalmente per indicare quelle entità economiche aventi un'organizzazione, per la natura e le dimensioni dell'attività esercitata o per gli interessi coinvolti, caratterizzata da una struttura interna, per organi, uffici, presidi e processi, significativamente articolata e multiforme. V. P. BENAZZO, *Organizzazione e gestione delle "imprese complesse": compliance, adeguatezza ed efficienza.* E pluribus unum, in *Riv. soc.*, 2020, 1197 ss.

[5] Sulla *compliance*, quali riferimenti bibliografici essenziali, si vedano le due opere collettanee: AA. VV., *Corporate Compliance on Global Scale. Legitimacy and Effectiveness*, a cura di S. Manacorda e F. Centonze, Springer, 2022; AA.VV., *La* Corporate Compliance*: una nuova frontiera per il diritto?*, a cura di G. Rossi, Milano, Giuffrè, 2017. Nella dottrina straniera, in particolare quella nordamericana, fondamentali rimangono, come opere monografiche: R.M. STEINBERG, "*Governance, Risk Management, and Compliance: It Can't Happen to Us – Avoiding Corporate Disaster While Driving Success*, Wiley Corporate F&A, 2011; G.P. MILLER, *The Law of Governance, Risk Management and Compliance*, New York, Wolters Kluwer, 2014. In particolare, si segnalano poi i seguenti contributi: G. PARSONS MILLER, *Compliance in Historical Context*, *Corporate Compliance on Global Scale*, in AA.VV., *Corporate Compliance on Global Scale. Legitimacy and Effectiveness*, cit., 3 ss.; nonché il contributo di V. MONGILLO, *Presente e futuro della compliance penale. Riflessioni a margine di S. Manacorda e F. Centonze (a cura di)*, *Corporate Compliance on a Global Scale. Legitimacy and Effectiveness,* 2022, in https://www.sistemapenale.it; M.S. SPOLIDORO, *La funzione di compliance nel governo societario*, in *La* Corporate Compliance*: una nuova frontiera per il diritto?*, cit., 167 ss.; G. PARSONS MILLER, *Compliance in the Twenty-first Century: brave the world*, *ivi*, 127 ss.; S.J. GRIFFITH, *Corporate Governance in an Era of Compliance*, in *William & Mary Law Review*, 2016, 57, n. 6, 2075 ss., cui *adde* P. BENAZZO, (nt. 4), 1197 ss.

[6] D'altro canto, che l'attenzione sul piano giuridico si vada sempre più spostando sull'impresa in sé piuttosto che sul contratto organizzativo prescelto e sugli interessi di cui sono portatori gli aderenti al contratto medesimo, è una circostanza quanto mai evidente a valle della recente disciplina in tema di crisi dell'impresa. Sul punto, si rinvia a P. BENAZZO, *Gli assetti proprietari e la circolazione delle partecipazioni sociali nel prisma del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Riv. soc.*, 2023, 8 ss., ove ulteriori riferimenti bibliografici, in particolare alle note 12 e 16. Da ultimo, per tutti, v. G. D'ATTORRE, *Le regole di distribuzione del valore*, in *Fallimento*, 2022, 1223 ss., ivi 1233 ss.

Nel contempo, non si può fare a meno di registrare come la funzione in parola e la sua implementazione stessa siano progressivamente passate dall'essere un mero onere o al più uno standard operativo da declinarsi secondo il canone della corretta diligenza amministrativa, a presentarsi oggi come un vero e proprio dovere, sancito da una norma di rango primario (e il riferimento è all'art. 2086, secondo comma, c.c.). E così, da una funzione di *compliance*, nell'ordine, volontaria, incentivata e indotta (e in questo caso il riferimento è alla *compliance* penale di cui al d.lgs. n. 231/2001), si è giunti a una *compliance* generalizzata a "doverosità obbligata", quanto alla sua istituzione come alla sua attivazione. Rimanendo poi lasciate alla discrezionalità (non arbitraria) dell'organo amministrativo soltanto la configurazione e la declinazione della funzione di conformità, secondo il parametro della proporzionalità, in relazione alle dimensioni e alla natura effettive dell'impresa medesima.

Non ha dunque più riscontro l'idea secondo la quale la funzione di *compliance* (e con essa la sua stessa struttura organizzativa e funzionale) sarebbe una "fattispecie" nata «in via di prassi e per la quale non esisterebbe una specifica normativa di riferimento». Se per un verso, infatti, può ancora essere vero che ad oggi sia da registrarsi l'assenza di una normativa generale (primaria) sulla struttura della *compliance* e dunque di un adeguato *framework* normativo (primario) di riferimento, è però altrettanto certo, per un altro verso, come la *compliance* abbia ormai definitivamente acquisito una dignità normativa e sia così divenuta una fattispecie fondata su precetti normativi primari, ancorché dai contorni a "geometria variabile" dacché legati, come si annotava poc'anzi, alla natura e alle dimensioni dell'impresa.

D'altro canto, non può neppure sfuggire come l'evoluzione della *compliance* legale (quale tassello nel sistema di organizzazione, gestione e controllo interni) sia davvero singolare.

Essa entra nel plesso normativo dell'impresa e dunque assume una sua rilevanza "giuridica" (e non più meramente aziendale) per così dire in punta di piedi, facendo il suo ingresso per vie trasversali.

La prima traccia la si rinviene infatti nel 1998, con il t.u.f., allorquando l'art. 149, comma primo, lett. *c*), nell'occuparsi dei doveri del Collegio Sindacale prescrive che: «Il collegio sindacale vigila: (…) sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società per gli aspetti di competenza, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo-contabile nonché sull'affidabilità di quest'ultimo nel rappresentare correttamente i fatti di gestione».

A ben vedere, quindi, la doverosità della presenza di sistemi interni di controllo e di adeguati assetti organizzativi è implicitamente evocata in quanto oggetto di un dovere di vigilanza posto in capo all'organo di controllo, lasciando così presumere che alla doverosità del controllo corrisponda un precedente (e preventivo) dovere (commissivo) di implementazione, in capo all'organo di gestione. Ma ancora, la doverosità dell'istituzione di siffatti sistemi interni di controllo e di ade-

guati assetti organizzativi è, sempre all'epoca, affermata in forza vuoi di "norme regolamentari" (ed è il caso delle imprese vigilate operanti nel settore bancario-finanziario (v. le Istruzioni di Vigilanza per le Banche, Circolare n. 229 del 21 aprile 1998, poi sostituite dalle Disposizioni di Vigilanza di cui alla Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013 e successive modifiche, di seguito anche solo le "Disposizioni"); vuoi di norme di *Soft Law* (ed è il caso delle imprese complesse con titoli negoziati sui mercati regolamentati (v. il Codice di autodisciplina delle società quotate, che nella sua ultima declinazione ha assunto la denominazione di Codice di *Corporate Governance*, Borsa Italiana S.p.A., Gennaio 2020, di seguito anche solo il "Codice"); vuoi – come si diceva poc'anzi – del mero standard generale della diligenza professionale di cui all'art. 2392 c.c.

Il passo successivo (e decisivo) avviene con la riforma del diritto societario, nel 2003, là ove il nuovo art. 2381 c.c. sancisce e coniuga, in via espressa, da un canto, l'obbligo (per gli amministratori delegati) di «curare» che «l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile sia adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa» e, dall'altro canto, l'obbligo (per il *plenum* consiliare) «sulla base delle informazioni ricevute» di «valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società». Con il che, la doverosità della *compliance* viene affermata mercé un espresso e diretto riconoscimento normativo immediatamente in capo al Consiglio di Amministrazione, sia pur limitato, a ben vedere, alle sole imprese organizzate in forma azionaria.

Negli anni successivi, si assiste poi all'esplosione dei sistemi di controllo interno e, in particolare, del controllo di conformità, la cui obbligatorietà si viene a estendere ben oltre i confini della sola impresa organizzata in forma societaria e, ancora, in forma (meramente) azionaria.

Sul punto – e il rilievo non è di poco conto, dacché dimostra come la funzione di *compliance* da mero standard di corretta gestione trascolori in un paradigma organizzativo e operativo di fonte normativa e di rango primario – non è fuori luogo citare la recente legislazione in tema di Enti del Terzo Settore, in relazione ai quali l'art. 30 del d.lgs. 3 luglio 2017, n. 117, afferma che, all'organo di controllo, obbligatorio nelle fondazioni e (a certe condizioni) nelle associazioni del Terzo Settore, spetti il compito di «vigila(re) sull'osservanza della legge e dello statuto e sul rispetto dei principi di corretta amministrazione, anche con riferimento alle disposizioni del decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231, qualora applicabili, nonché sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile e sul suo concreto funzionamento. (…) L'organo di controllo esercita inoltre compiti di monitoraggio dell'osservanza delle finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale, avuto particolare riguardo alle disposizioni di cui agli articoli 5, 6, 7 e 8, ed attesta che il bilancio sociale sia stato redatto in conformità alle linee guida di cui all'articolo 14». In senso analogo, dispone anche l'art. 10 del d.lgs. 3 luglio 2017 n. 112, relativamente all'organo di controllo nelle imprese sociali.

Ultima frontiera è, infine, quella tracciata dalla recente disciplina speciale del

diritto della crisi (d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, come da ultimo aggiornato con il d.lgs. 17 giugno 2022, n. 83), la quale ha portato a due approdi. Uno, a livello di impresa organizzata in forma societaria, là ove, per un verso, riserva (quale che sia il codice societario prescelto) alla competenza esclusiva dell'organo amministrativo ogni decisione attinente alla configurazione degli assetti organizzativi, e, per un altro verso, estende l'applicazione dell'art. 2381 c.c. anche all'organo amministrativo di società non azionarie (e v. infatti il nuovo art. 2475, ultimo comma, c.c.).

Un secondo approdo, questa volta a livello di impresa in generale, è raggiunto con la già citata modifica dell'art. 2086, secondo comma, c.c. («L'imprenditore, che operi in forma societaria o collettiva, ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche» (ma non solo dunque) «in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale (…)» (enfasi aggiunta, n.d.a.).

Un intervento quest'ultimo che, nel confermare il quadro di una progressiva quanto recisa affermazione della *compliance* all'interno degli assetti di controllo interno, al punto di una sua ascesa, come notato da attenta dottrina, sino addirittura alla c.d. "*C-suite*" (con l'ingresso sul proscenio del *Chief Compliance Officer*), ha altresì un impatto di forte rilievo sul nuovo ruolo e sui nuovi compiti che la *compliance* è chiamata ad assumere e svolgere. E sui quali – come si annotava poc'anzi – verteranno le presenti riflessioni.

In primo luogo, perché – e sul punto si rinvia a quanto *supra* – l'implementazione di assetti organizzativi adeguati e quindi l'attivazione anche di una funzione di *compliance* (quale momento di *assessment* e *management* del rischio di conformità legale) non è più rimessa a una valutazione discrezionale o volontaria, più o meno "indotta", quanto invece e piuttosto (e sempre) a un dovere per l'organo amministrativo, addirittura a quest'ultimo riservato, sia pure, sul piano intra e inter-organico, in termini di "competenza cumulativa concorrente" [7].

[7] A ben vedere, discorso a parte meriterebbe la giurisprudenza la quale, sia pur non con esplicito ed esclusivo riferimento alla *compliance*, è venuta ad assumere di recente posizioni non perfettamente allineate. E infatti, da un canto, si stagliano due recentissime pronunce della Suprema Corte (Cass. civ., sez. II, 18 febbraio 2022, n. 5347 e Cass. civ., sez. II, 19 maggio 2022, n. 16276), dinanzi alle quali potrebbe addirittura insorgere (inevitabile) il dubbio in merito all'"*inutilità*" degli assetti interni di controllo, posto che, nel primo caso (con riferimento ai consiglieri non esecutivi), si statuisce che: «(…) deve darsi continuità al principio secondo cui, in tema di responsabilità dei consiglieri non esecutivi (…) sussiste il dovere dei singoli consiglieri di valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo e contabile, nonché il generale andamento della gestione della società, e l'obbligo, in ipotesi di conoscenza o conoscibilità di irregolarità (…) di assumere ogni opportuna iniziativa per assicurare che la società si uniformi ad un comportamento diligente, corretto e trasparente(…) non potendo a tal fine assumersi come causa esimente l'assenza di segnalazioni da parte degli amministratori delegati o delle altre strutture di controllo interno (…)». E posto che, nel secondo caso (con riferimento al collegio sindacale), si statuisce che: «Giova a tal fine ricordare che la complessa articolazione della struttura organizzativa di una società (…) non può comportare l'esclusione od anche

In secondo luogo, e prima ancora, perché – con un occhio rivolto all'impatto di sistema – l'intervento normativo è addirittura risalito al Libro V, titolo II, Capo I (intitolato "*Dell'impresa in generale*") del codice civile e ha radicalmente modificato l'approccio (normativo) alla nozione stessa di imprenditore.

Da un approccio per così dire assoluto (e con una visione solo "intranea") che vede(va) l'imprenditore quale "capo dell'impresa" da cui dipendono gerarchicamente i suoi collaboratori (come si esprimeva in precedenza la norma sotto la rubrica «Direzione e gerarchia nella impresa»), a uno viceversa *relativo* (e con una visione invece "estranea") quale attore sulla scena economica-sociale legittimato (a certe condizioni) all'esercizio della "gestione dell'impresa" (questa è la nuova rubrica della norma). Un attore, dunque, non più *legibus solutus* ma piuttosto beneficiario di un "privilegio condizionato" nell'accesso e nell'esercizio dell'attività economica, legato e subordinato all'adozione di adeguati assetti organizzativi capaci di monitorare, intercettare e gestire tutti i rischi endemici dell'impresa, tra cui non soltanto quello, immediato, della crisi nella continuità aziendale, ma, prima ancora, anche quelli di non conformità al dovere di implementare e garantire, nel tempo, le condizioni di equilibrio, non meramente finanziario, dell'attività economica.

Si assiste così all'affermazione della rilevanza "sociale" dell'attività di impre-

---

il semplice affievolimento del potere-dovere di controllo che compete a ciascun componente del Collegio sindacale (…) Il dovere di informarsi che compete anche ai Sindaci non va rimesso, nella sua concreta operatività, alle segnalazioni provenienti dai rapporti degli amministratori delegati, giacché anche i primi devono possedere ed esprimere una costante e adeguata conoscenza del "business" bancario e hanno l'obbligo di contribuire ad assicurare un governo efficace dei rischi di tutte le aree della banca e di attivarsi in modo da poter efficacemente esercitare una funzione di monitoraggio sulle scelte compiute dagli organi esecutivi». Con il che breve sarebbe il passo per concludere che i sistemi di controllo interno e *compliance* diverrebbero *inutili* nella misura in cui essi non sono affidabili, dacché incapaci di "scriminare" la responsabilità dell'organo interno di controllo (e quella dei consiglieri non esecutivi). In verità, altra è la corretta chiave di lettura delle pronunce che deve essere rivenuta nella (implicita) affermazione di come al vertice del sistema dei controlli interni, ivi compresa in primo luogo, proprio la funzione di *compliance*, si pongano (e con i medesimi devono intercorrere relazioni e flussi informativi, diretti e continui), l'organo di amministrazione e, il collegio sindacale (*rectius* l'organo di controllo interno societario).

Tanto è essenziale la predisposizione di assetti adeguati – e così veniamo all'altra posizione assunta dalla giurisprudenza – che l'inosservanza del relativo dovere e dunque la conduzione di un'attività economica non in condizioni di equilibrio e di gestione di tutti i possibili rischi di non conformità è sanzionabile, a prescindere dalla minaccia di una possibile crisi nella continuità aziendale, con il diretto intervento dell'Autorità Giudiziaria e con la misura, estrema, della revoca degli organi sociali medesimi ai sensi dell'art. 2409 c.c. (Trib. Catania, 8 febbraio 2023, in *Fallimento*, 2023, 817 ss., con nota di P. Benazzo, *La denunzia al Tribunale di gravi irregolarità e l'adozione di assetti organizzativi adeguati: da prevenzione della crisi a "condizione di esercizio dell'attività d'impresa*, cui *adde*, da ultimo, anche per ulteriori riferimenti, O. Cagnasso, *Denuncia di gravi irregolarità e omissione dell'istituzione di assetti adeguati*, a commento di Trib. Milano, 29 febbraio 2024, in *Società*, 2024, 707 ss.).

Sul tema, da ultimo, si veda anche il Documento di Ricerca, *Assetti Organizzativi, amministrativi e contabili: profili civilistici e aziendali*, della Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 7 luglio 2023.

sa [come scrive la dottrina americana, «*Ownerhip of corporation is not just property. It is trusteeship as well as agency*» [8]]: ma se così è, stretta e immediata è (allora e) altresì la correlazione tra l'art. 2086 c.c. e il precetto costituzionale di cui all'art. 41 Cost., là ove, al primo comma, si afferma che «l'iniziativa economica privata è libera» e si precisa però, al secondo comma, che la stessa «non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla salute, all'ambiente, alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana».

E questo è un punto essenziale all'interno di un discorso che vuole occuparsi di *compliance*, se è vero che – come si avrà modo di evocare tra breve – proprio la funzione di conformità è stata, da sempre, per sua stessa natura, il punto di ingresso – di interiorizzazione verrebbe da dire – nell'impresa, di fattori e interessi a rilevanza "esterna".

In altri termini, se è vero che l'adeguatezza degli assetti diviene condizione di legittimazione all'esercizio dell'attività d'impresa, di un esercizio che richiede il (e rimane subordinato al) rispetto di condizioni di equilibrio e di governo del rischio, non solo di continuità aziendale, ma anche, e prima ancora, del rischio di un pregiudizio a valori, interessi e *constituencies* pari ordinati, quanto meno, se non anche sovraordinati, a quello, anch'esso costituzionalmente garantito, della libertà di iniziativa economica, ecco che la stessa funzione di conformità è chiamata a giocare un ruolo fondamentale nell'individuazione, nella selezione, nella prevenzione e nella gestione di un siffatto rischio [9].

E di qui, breve è il passo per addivenire alla domanda se e quali possano essere, all'interno di un siffatto contesto normativo, le nuove frontiere cui la *compliance* – la quale, come si ricorderà tra poco, ha avuto da sempre il compito di rispondere all'obiettivo della privatizzazione dell'obbedienza a precetti extrasociali – è chiamata a spingersi rispetto ai temi della *Corporate Social Responsibility* e dei valori ESG, i quali, sempre più, divengono fattori non secondari e non trascurabili nella conduzione dell'attività d'impresa [10].

---

[8] C. MAYER, *Ownership, agency and trusteeship*, in *Oxford Review of Economic Policy*, 2020, 36, 223-40.

[9] Sul punto, da tempo la dottrina americana, la quale, nell'interrogarsi se la compliance sia finalizzata ad assicurare soltanto il rispetto di "*formal legal rules*" ovvero sia anche investita del compito di «*inculcate norms of behaviour that exceed narrow legal obligations*», non si nasconde come «*designing compliance structures on the basis of other constituency interests is a way of bringing those interests into the firm*» fino al punto di «*thereby making firms servants of a wider set of social interests*»; sì da giungere alla domanda centrale: «*Are corporations vehicles of wealth creation for their investors? Or are they also, in part, instruments to accomplish a broader social good?*» [S.J. GRIFFITH, (nt. 5), 2125].

[10] Su *governance*, adeguati assetti organizzativi e gestione dei rischi di sostenibilità, prettamente nell'ottica di prevenzione della crisi, cfr., da ultimo: S. PACCHI PESUCCI, *Sostenibilità, fattori ESG e crisi d'impresa*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 26 maggio 2023, 16 ss.; G. SCHNEIDER, *Prevenzione della crisi d'impresa e rischi ESG: il ruolo della finanza sostenibile*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, I, 327

2. *La funzione di* compliance *quale mero (e statico) presidio di legalità.*

Così delineato, in estrema sintesi, lo scenario complessivo, si tratta ora di passare all'analisi della *compliance*, con lo sguardo rivolto, segnatamente, a coglierne l'essenza, da un canto, e l'apporto, dall'altro, che potrebbero riconoscersi alla *compliance* all'interno e in funzione di un siffatto scenario.

Una prima possibile lettura della *compliance* potrebbe essere quella che, con una visione semplicistica e con un approccio staticamente "anatomico", inquadra la funzione di conformità quale mero tassello allocato all'interno del reticolo dei sistemi e delle altre funzioni di controllo, interni all'organizzazione d'impresa: più in particolare, quel tassello posto a presidio della necessità che l'impresa, nel proprio agire, si conformi a una norma (sia essa di natura legislativa, regolamentare o contrattuale). In questo modo – che corrisponde poi all'approccio tradizionale alla *compliance* – si finisce per tradurre, declinare e gestire la *compliance* stessa quale (mero) baluardo a difesa dell'istanza di evitare e prevenire il rischio aziendale di «incorrere in sanzioni giudiziarie o amministrative, perdite finanziarie rilevanti o danni di reputazione in conseguenza di violazioni di norme imperative (di legge o di regolamento) ovvero di autoregolamentazione (statuti, codici di condotta, codici di autodisciplina)» (così si esprimono le Disposizioni, Titolo IV, Capitolo 3, Sezione III, punto 3.2).

In verità, un siffatto approccio non porta a una risposta appagante ed esaustiva, dacché la realtà è ben altra e ben più complessa (quanto stimolante e sfidante): (*i*) la *compliance* non è infatti un mero e statico presidio del rischio di non conformità; (*ii*) la *compliance* non è un esergo isolato ed eccentrico rispetto all'organizzazione (e alla gestione) dell'impresa; (*iii*) la *compliance* non è una nozione o una funzione unica e univoca.

In altri termini, l'istituto della *compliance* è tutt'altro che banale e risolvibile nei termini di un mero arricchimento dell'organizzazione con programmi e processi, operativi e informativi, interni. Esso è fenomeno ben più complesso e articolato, che deve essere attentamente governato per allinearsi alle istanze di adeguatezza e di efficienza. La *compliance* non si risolve nel mero atto finale ed esogeno costituito dal risultato dell'osservanza di un precetto: quando ad essere agente della funzione di conformità è l'impresa (e, in particolare, l'impresa complessa), a livello endogeno, la funzione diviene essa stessa struttura.

Da questo punto di vista, infatti, a venire in gioco non è più solo un profilo attinente al comportamento dell'attore (l'impresa) rispetto alla norma, ma ad assumere rilievo sono anche le azioni e le misure che l'organizzazione stessa assume al fine di assicurare che la norma sia "obbedita". E infatti, la *compliance* – o forse verrebbe da aggiungere *le compliance* – rispetto all'organizzazione di impresa richiede (richiedono) e si articola (si articolano) in diverse istanze e forme.

---

ss.; G. AMATUCCI, *Responsabilità sociale dell'impresa e nuovi obblighi degli amministratori. La giustizia di alcuni legislatori*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 612 ss.

Innanzitutto, si impone la necessità di un sistema diversificato per: compiti; funzioni, professionalità e responsabilità, dacché, per un verso, complessi e multiformi sono i plessi normativi rispetto ai quali la funzione di conformità si deve cimentare; perché diverse, per un altro verso, sono le dimensioni e la natura – e dunque diversi sono i rischi, così come diverso è il grado di esposizione ad essi, che di volta in volta si prospettano – dell'impresa.

D'altronde, la complessità della *compliance* emerge anche da altre considerazioni: l'uno di ordine oggettivo e l'altra di ordine soggettivo.

Con riferimento al primo ordine, va infatti evidenziato come due siano le fasi nelle quali essa si deve articolare: quella preventiva di configurazione, di architettura, del sistema e quella successiva di operatività, di dinamica, del sistema medesimo. E, sotto questo profilo, tanto la seconda quanto la prima fase, poi, non sono statiche quanto dinamicamente e proattivamente evolutive, nella misura in cui anche la cura e la valutazione dell'adeguatezza dell'assetto sono attività a ripetizione seriale e diatonica, in quanto legate a grandezze variabili (quali la natura e la dimensione dell'impresa).

Con riferimento al secondo ordine, quello soggettivo, è affermazione non contestabile che plurimi siano gli attori coinvolti: dai delegati (che curano e riferiscono), al Consiglio di amministrazione (nel suo *plenum*) che valuta "sulla base delle informazioni ricevute", sino all'organo di controllo interno (che vigila su adeguatezza e sul concreto funzionamento), in un colloquio e un confronto, continui, ed estesi ai rapporti con gli altri uffici e funzioni di controllo, di primo, secondo (*in primis* il *risk manager*) e terzo livello (*internal audit*), nonché con l'OdV (d.lgs. n. 231/2001).

Inoltre, egualmente necessario è un sistema in cui la funzione di *compliance* riesca a coniugare l'autonomia e l'indipendenza, rispetto tanto all'organo di gestione quanto ai controlli di primo livello, con l'integrazione funzionale, in linea orizzontale come verticale, con le altre funzioni e gli altri presidi di controllo interno, di primo e di secondo livello.

Infine, non è eludibile un sistema in cui la funzione di *compliance* si collochi in posizione centrale e apicale, nel reticolo dei controlli interni, strettamente a ridosso dei, e in stretta interlocuzione con i, vertici apicali della piramide organizzativa, vuoi di amministrazione, vuoi di alta vigilanza. A propria volta, sempre la *compliance*, si deve declinare e deve operare in una posizione non già staticamente reattiva e repressiva, bensì dialetticamente e proattivamente prospettica e anticipata, "a servizio" del *management*.

Una collocazione quest'ultima che sempre più – e questo lo si coglierà appieno avvicinandosi alla *compliance*, che convenzionalmente si definirà "*new style*" e di cui si parlerà a breve – si stacca da un passivo e reattivo "*controllo-vigilanza*" per collocarsi invece sul piano, attivo e anticipato, di un "*controllo-governo*": quasi che la *compliance* idealmente si sposti dallo scalino dei controlli di secondo livello, per collocarsi invece su di un gradino proprio ed autonomo, in diretta, immediata, quanto sincronizzata, interlocuzione sia con l'organo amministrativo, quest'ultimo inve-

stito dell'alta amministrazione (gestoria ma prima ancora organizzativa), sia con l'organo interno di controllo (Collegio Sindacale, Consiglio di Sorveglianza o Comitato per il Controllo Interno, a seconda del sistema prescelto), quest'ultimo investito dell'alta vigilanza (sia sulla gestione che sulla organizzazione).

E così, se, per un verso, si può osservare come si sia assistito, nel tempo, a un processo di "crescita verticale" della *compliance* all'interno dell'organizzazione aziendale (giunta, come si è dinanzi annotato, alla *C-suite*), per un altro verso, è altresì indubbio come si sia altresì realizzato un fenomeno di "allargamento" strutturale e funzionale del presidio in parola il quale, ormai, abbraccia (e si declina in): (•) una funzione di procedimenti e processi (decisionali ed operativi); (•) una funzione di organizzazione (assetti organizzativi e presidi); sino ad arrivare anche a (•) una funzione di produzione di norme (interne all'organizzazione) di *compliance*.

E dunque, a dimostrazione della complessità della nozione cui si faceva riferimento in esordio, la *compliance*, da (mera) funzione di osservanza di norme, può (e viene a) tradursi finanche in ideazione di regole (organizzative e precettive) di presidio alla medesima osservanza di norme.

Nel contempo, sempre a dimostrazione di come la lente con cui inquadrare la *compliance* non possa essere quella statica e anatomica, quanto piuttosto quella dinamicamente "fisiologica", è altrettanto indubbio che la funzione in esame non sia solo un processo (e un risultato) di obbedienza, ma è anche (e prima ancora) un processo di "educazione all'obbedienza".

In questo senso, sono puntuali le Disposizioni, ove, all'art. 6 (sotto la rubrica "Principi Generali", al Titolo IV, Capitolo 3, Sez. I), favoriscono la diffusione di una corretta cultura dei rischi, della legalità e dei valori aziendali e, all'art. 3.2 (in questo caso alla successiva Sezione III), indicano quale area di intervento specifico della *compliance* la consulenza e l'assistenza nei confronti degli organi aziendali in tutte le materie in cui assieme rilievo il rischio di non conformità, nonché la collaborazione nell'attività di formazione del personale sulle disposizioni applicabili alle attività svolte, «al fine di diffondere una cultura aziendale improntata ai principi di onestà, correttezza e rispetto dello spirito e della lettera delle norme». Sulla medesima linea, si pone anche il Codice, il cui art. 3, alla Raccomandazione n. 12, lett. *d*), dispone che il presidente del consiglio di amministrazione cura a che sia assicurata la partecipazione di tutti gli amministratori a iniziative finalizzate a fornire loro un'adeguata conoscenza dei settori in cui opera la società (…) anche nell'ottica del successo sostenibile della società stessa nonché dei principi di corretta gestione dei rischi e del quadro normativo e autoregolamentare di riferimento [11].

[11] *Compliance*, organizzazione e *governance* costituiscono quindi – all'interno delle imprese complesse – momenti e istanze strettamente correlati e consustanziali, la cui complessità cresce esponenzialmente al crescere della complessità vuoi dei plessi normativi regolamentari e ordinamentali cui l'impresa viene ad essere sempre più (esposta e) sottoposta, vuoi della natura e delle dimensioni dell'impresa medesima: essenziale dunque è riuscire a tracciare un equilibrio tra le diverse istanze e i

Da questo angolo di visuale, la *compliance* viene dunque a rinvenire la propria ragione e il proprio fondamento nel porsi quale elemento necessario e consustanziale all'organizzazione (dell'impresa complessa), nella sua duplice (e convergente) declinazione di plesso organizzativo e operativo.

In una prospettiva giuridico-economica, si potrebbe allora dire che, in primo luogo, l'obiettivo della *compliance* legale consiste nella massimizzazione del valore dell'impresa tramite l'incremento della conformità alle norme della sua condotta (o meglio, tramite la minimizzazione dei rischi legali e reputazionali derivanti dal mancato rispetto di norme legali, regolamentari, autodisciplinari o contrattuali), dove "minimizzazione" è un termine complesso, polivalente che indica e comprende sia la riduzione degli eventi di non conformità, sia la mitigazione dell'impatto delle sanzioni eventualmente conseguenti a uno di essi.

Se infatti è vero che, diversamente da quanto accade per le persone fisiche, le organizzazioni/istituzioni – quali imprese articolate sul principio della divisione del lavoro e della delega di funzioni che non possono permettersi di vivere e operare nell'anarchia – si deve allora dire che la funzione di *compliance* legale risponda a esigenze che sono strutturalmente ineliminabili nelle realtà d'impresa già su un piano esclusivamente giuridico, sia pur governate dalla regola della proporzionalità necessariamente esistente tra le dimensioni dell'impresa e la misura delle attività e delle procedure di *compliance* [12].

Nel contempo, e in secondo luogo, è altrettanto vero che la tensione verso la

---

diversi fenomeni, nel cercare di assicurare il contemperamento tra adeguatezza degli assetti organizzativi ed efficienza dell'agire, nel rispetto di un bilanciato sistema di pesi e contrappesi. Sempre più acuta si fa sentire infatti la tensione di istanze che – di portata prettamente politica – guardano alla *compliance* come strumento di privatizzazione dell'obbedienza ai precetti legali e che dunque vede nella funzione interna di conformità una sorta di "antibiotico a spettro totale" (a fronte però, come da altri è stato fatto notare, di costellazioni di norme affette da crescente espansione, da deficit di tipicità (v. corruzione) e da congenite incertezze applicative (v. reati tributari e abusi di mercato), cui deve accompagnarsi quindi una sempre più crescente pretesa di "collaborazione" privata.

[12] Il principio della divisione del lavoro, su cui (come detto) sono fondate tutte le imprese organizzate, implica di per sé, vuoi la segmentazione delle sfere di conoscenza all'interno dell'impresa, vuoi l'aumento del rischio che il comportamento dei delegati si discosti dalle condotte attese. Nelle imprese complesse, però, il trasferimento dei poteri decisionali è definitivo, nel senso che il delegato è in una condizione di vero e proprio monopolio conoscitivo rispetto al vertice dell'impresa (monopolio che non è superabile mediante alcuna forma di periodico (o straordinario) *reporting*, né tramite atti di indagine). Così che il vertice dell'impresa non ha più reale sovranità sui processi decisionali: e, infatti, l'avocazione di certe decisioni non è praticabile (il vertice ne avrebbe certo l'autorità e la legittimazione, sul piano giuridico, ma non la capacità sostanziale). In altri termini, il vertice è al più «codecisore, coordinatore o mediatore, se non semplice sorvegliante» (cfr. P. SFAMENI, *La responsabilità delle persone giuridiche: fattispecie e disciplina dei modelli di organizzazione, gestione e controllo*, in *Il nuovo diritto penale delle società*, a cura di A. Alessandri, Milano, Ipsoa, 2002, 70 ss.).

In un simile contesto, l'istituzione di uffici di controllo – autonomi e dedicati – risponde esattamente a questo fine. A colmare – agli occhi innanzitutto del vertice dell'impresa – il *deficit* di sovranità che esso ha sui processi decisionali.

conformità alle regole – nelle forme che si è imparato a conoscere in questi ultimi due decenni – tragga la propria linfa anche da un fenomeno di sempre più esteso e più intenso accreditamento dell'impresa sul mercato. Quest'ultimo, da intendere naturalmente, sia come mercato industriale di riferimento (poiché crescente è l'attenzione dei consumatori, e dei clienti in genere, sulla condotta dell'impresa), sia come mercato dei capitali (poiché queste valutazioni incidono anche sulle opzioni di investimento/disinvestimento di risparmiatori e intermediari). Cosicché, per altro verso, la funzione di *compliance* viene ad assumere sempre più la natura di un presidio organizzativo la cui importanza e la cui rilevanza si giustificano, e si espandono, anche più propriamente sul piano economico [13].

Cultura della legalità e obbedienza al precetto, anche di natura interna, si ergono quindi quali baluardi indispensabili e imprescindibili rispetto a organizzazioni articolate e complesse.

3. *Dalla* corporate governance *alla* corporate compliance*: impresa societaria e valori eteronomi a rilevanza "sociale".*

La *compliance* è però ancora "altro". Essa infatti – per sua natura e per sua vocazione funzionale – è la breccia attraverso cui si introducono, si interiorizzano, precetti, valori e interessi esterni (etero-imposti) a rilevanza generale all'interno dei codici organizzativi societari e dunque all'interno di una dialettica altrimenti solo (egoisticamente) bipolare tra i due attori della *corporate governance* tradizionale: i *Principal* e gli *Agent*; gli azionisti e il *management*. Una *governance* nella quale proprio la posizione di *residual claimant* dei primi diviene il fondamento (e la ragione a sostegno) dei diritti proprietari e della declinazione finalisticamente lucrativa del codice organizzativo societario.

E, da questo diverso angolo di visuale, si può cogliere una seconda ragione a fondamento della funzione di *compliance*: ovverosia quella della privatizzazione dell'obbedienza [14].

---

[13] A conferma di quanto detto nel testo valga per tutti la vicenda del c.d. *Dieselgate* per il Gruppo Volkswagen: cfr. quanto riferito da A. PALMIERI, *I diversi effetti economici della corporate compliance*, in *Ricerche giuridiche*, 2019, 20-21.

[14] La tematica è nota, ancorché indubbiamente non accompagnata da approdi definiti e che meriterebbe una trattazione autonoma. Ci si limita in codesta sede a poche battute. Indubbiamente, promuovere la *compliance* interna quale forma di privatizzazione della osservanza delle norme, ha indubbie ricadute in termini di possibile riduzione dei costi generali a carico della società civile. L'intervento ad opera di un'autorità esterna all'organizzazione (complessa) è meno efficace (per risorse, capacità e informazioni) in termini di puntuale monitoraggio preventivo (*asimmetria informativa*) e di adeguato intervento successivo (*asimmetria operativa*): mentre l'impresa ha le conoscenze, le risorse e le capacità di meglio (e più puntualmente) ottemperare a questi compiti. Il tutto accanto alla internalizzazione e quindi privatizzazione dei costi stessi di una siffatta attività. D'altro

Si è scritto che la «*Compliance is the New Corporate Governance*», nella misura in cui essa si pone "al servizio" di *external constituencies*. La «*compliance*» – si aggiunge – «*does not fit traditional models of Corporate Governance*», dacché i due sintagmi vengono ad esprimere realtà che divergono quanto a: (i) la fonte dei doveri, tanto che il nuovo art. 2086 c.c., nella lettura che si è in precedenza avanzata, si pone al di fuori del diritto societario per collocarsi invece a livello di disciplina dell'impresa in generale; (ii) gli interessi e i soggetti destinatari e beneficiari della funzione di legalità; (iii) la finalità cui la funzione è destinata [15].

Il tutto, plasticamente evocato allorquando si legge che «*Compliance and Governance come from different places and serve different interests*»; «*Corporate Governance is the solution to the shareholders' risk of expropriation*" (*Principal and Agent*)», nel mentre la *compliance* si pone quale funzione a servizio di *external constituencies* (gli *Stakeholders*).

In questi termini, si viene così a creare un'ideale giustapposizione (antagonistica) tra la *governance*, quale assetto organizzativo, a inflessione interna e la *compliance*, quale assetto organizzativo, a vocazione esterna. Ma se così fosse, breve sarebbe anche il passo per arrivare alla contrapposizione tra la *governance* quale atto di organizzazione e la *compliance* quale invece, semplice e subordinato, atto dell'organizzazione. Una contrapposizione, tuttavia, non vera se solo si pensi, nel tornare alle riflessioni precedenti, come la *compliance* sia parte integrante e necessaria dell'organizzazione, addirittura collocata nella sfera alta dell'organizzazione medesima e condizione di legittimazione all'esercizio dell'attività di impresa stessa.

Di qui, dunque, per un canto, l'istanza a leggere i due sintagmi in chiave non già alternativa, quanto integrativa, al fine di prevenire il rischio che la *compliance*, la quale indubbiamente «*amounts to an internal governance structure imposed*

canto, è però vero che, affidando l'osservanza delle norme alla libera iniziativa privata, per un verso, l'autorità pubblica perde qualcosa in termini di effettivo ed efficace governo delle norme e della loro osservanza: forte è il rischio che l'impresa complessa operi dolosamente per aggirare il rispetto delle norme o per nasconderne le violazioni perpetrate. Così come, altrettanto forte, per un altro verso, è il rischio di "*overkill*" (la traslazione dei costi sull'organizzazione, può infatti spingere a un'eccessiva imposizione di programmi di compliance in capo all'impresa complessa). Così come l'eccessiva confidenza sulla capacità della funzione di *compliance* di individuare, misurare e prevenire i possibili rischi di non-compliance deve necessariamente fare i conti con il pericolo che l'approccio *risk-based* – e gli episodi degli ultimi scandali finanziari ne sono una prova esemplare – possa esso stesso cadere in errore (rischio di *mis-assessment*): e come si è autorevolmente notato, dare così luogo a un processo circolare di "*group thinking*" nel *risk assessment* tra autorità (esterna) di vigilanza, impresa complessa e organi ad essa interni. Così come, da ultimo, neppure possono essere esclusi tanto un rischio di *over-construction* quanto un rischio di *over-deterrence*. Il tutto, aggravato dalla circostanza che non vi è – e neppure si è ancora riuscito ad elaborarlo – uno strumento, obiettivo e adeguato, ai fini della misurazione del grado di effettiva efficacia dell'apparato di compliance internamente disegnato, implementato e operato dalla singola impresa complessa.

[15] Passi presi da S.J. GRIFFITH (nt. 5), 2075 ss.

upon the firm from the outside by enforcement agents», non si traduca (e non si riduca) «*in the imposition of inefficient governance structure to the firm*» [16].

Di qui, altresì e per un altro canto, la necessità di seguire una nuova prospettiva e un nuovo approccio nella declinazione (e nella configurazione) della *compliance* medesima, cercando di conciliare i due ideali corni in parola ed efficacemente inserire nella struttura organizzativa societaria e nel funzionamento della stessa un momento che, a ben vedere, *«introduces a host of outside interests and incentives into firm decision making*».

Il che peraltro trascina poi con sé due questioni di non poco momento: la prima che, a propria volta, solleva la domanda «*What purpose or purposes the firm should serve*», là ove i codici organizzativi societari devono essere asserviti a "*constituencies*" diverse dai soci e a interessi diversi dalla (mera) massimizzazione del profitto; la seconda relativa a chi, autorità esterne o soggetti interni all'impresa, possa avere i "giusti incentivi" e le giuste informazioni per disegnare una corretta *governance* interna, là ove vengono in gioco interessi diversi e sostenibili, rispetto a quelli che hanno tradizionalmente giustificato e sorretto la "*Shareholders' Primacy*".

I prossimi paragrafi saranno concentrati ad avvicinare – non certo con la presunzione di darvi una risposta certa e definitiva – il primo profilo, soprattutto nell'interrogarsi sul se, in che modo e in che termini la *compliance* sia chiamata a porsi rispetto ai valori e alle istanze ESG e alla sostenibilità dell'impresa. E dunque – sempre per anticipare quanto si verrà osservando – a verificare quale sia il nuovo (e ultimo) confine sul quale la *compliance* possa (e debba) spingersi e posizionarsi.

4. *Una nuova lettura della* compliance

La direzione nella quale procedere per comprendere la funzione e il ruolo che la *compliance* è chiamata ad assumere e a giocare all'interno dei codici organizzativi societari, in presenza del nuovo scenario che l'art. 2086, secondo comma, c.c., ha aperto, è quella che deve cogliere e valorizzare appieno quel processo che dalla contrapposizione tra *governance* e *compliance*, come testé tracciata, muova verso la compenetrazione tra le due. Una prospettiva, nuova, nella quale la *compliance* si pone quale fattore "di coesione" (e non di giustapposizione) tra la visione contrattualistica (*shareholders' centric*) della *governance* e la "rilevanza sociale" dell'impresa, così come oggi santificata lungo l'asse idealmente eretto tra il piano costituzionale (art. 41) e il piano codicistico (artt. 2086 e 2247 c.c.).

Una prospettiva che dunque muova da una *compliance* quale (mera) funzione di conformità a un precetto eteronomo – e dunque quale limite esterno all'agire

[16] Il riferimento è ancora a S.J. GRIFFITH (nt. 5), 2075 ss.

dell'impresa – a una *compliance* quale funzione di conformità al "canone di agire" dell'impresa medesima: da una *compliance* cioè come limite alla *governance*, a una *compliance* viceversa quale canone di *governance*; da una *compliance* quale momento di controllo sulla gestione, a una *compliance* quale momento di indirizzo della gestione. Del resto, è proprio la nuova formulazione della più volte citata norma di cui all'art. 2086 c.c. a santificare, anche a livello normativo, un mutamento di prospettiva nel governo e nella gestione dell'impresa (segnatamente quella complessa), nel quale l'approccio *risk-based*, inizialmente confinato al piano della funzione e dei sistemi di vigilanza e monitoraggio interni, retroagisce per divenire anche la bussola di orientamento e un passaggio essenziale nella declinazione e nello svolgimento dell'attività di gestione e di amministrazione stesse dell'impresa, allorquando dunque è l'organo di amministrazione medesimo chiamato a valutare e ad assumere le proprie determinazioni e i propri indirizzi gestori. Determinazioni e indirizzi che dunque non possono (più) prescindere dall'attenzione ai possibili profili di rischio, alla misurazione della relativa probabilità e portata nonché dalle modalità e dalle misure di gestione e di governo del rischio e delle sue esternalità.

Per arrivare così al punto finale che muove da una *compliance* esterna alla gestione a una *compliance* interna alla gestione stessa sino a giungere a una *compliance* che da mera obbedienza (con una funzione di conformità) presidiata e operata da uffici, processi e soggetti giustapposti, contrapposti e distinti rispetto all'organo amministrativo e al *management*, si evolva (e venga perciò interpretata, vissuta e operata) quale momento di indirizzo strategico, in parte – e qui ecco il nuovo confine di cui si verrà a scrivere tra breve – anche allocato direttamente in capo a organi e presidi interni all'organo di amministrazione stesso: e il riferimento corre da subito (e sul punto si tornerà a breve) al Comitato di Controllo e Rischio e al Comitato di Sostenibilità di cui al Codice delle imprese quotate.

A ben vedere, l'indicazione che si vuole dare è quella che il processo si debba muovere verso una *compliance* il cui momento e il cui ruolo evolvono, come già si annotava poc'anzi, da una posizione, statica e reattiva, di controllo-vigilanza a una, dinamica e proattiva, di controllo-governo. E dunque da una *compliance* quale semplice controllo sul *management* (che è e deve rimanere, invece, una prerogativa di competenza di altre funzioni interne di controllo), a un controllo, piuttosto e invece, per il *management*, da esercitare insieme a (e in sinergia con) altre funzioni, finalizzato ad assicurare una gestione corretta rispetto a dei precetti e dei valori che nascono esterni ma che l'impresa deve "interiorizzare". Nel senso, dunque, che la gestione dell'attività economica deve coordinarsi con la gestione di un rischio di non sostenibilità.

Per arrivare, infine, all'ultima frontiera, in cui la *compliance* divenga anche un controllo del *management*: ovverosia una funzione e un momento di verifica e di gestione del rischio, allineato rispetto al momento della gestione stessa e operato dal *management* medesimo, quanto meno nella fase dell'alta amministrazione,

chiamata a presidiare il rispetto delle nuove istanze e dei nuovi precetti: (a) quello, imperativo e puntuale, di implementazione di assetti organizzativi adeguati, che costituisce la condizione primaria ed essenziale di *compliance*; (b) quello della rilevanza e della responsabilità sociale dell'impresa e della sua sostenibilità in termini di ESG.

5. *La* compliance *quale controllo* per il *management*

Al fine di procedere con ordine e affrontare i due profili da ultimo delineati e la necessità di tracciare il (nuovo) equilibrio tra i due, idealmente, contrapposti momenti della *governance* e della *compliance*, le riflessioni prendono le mosse dal primo profilo testé indicato, quello della *compliance* quale controllo per il management. Nel paragrafo successivo, si passerà poi al secondo dei due profili e si dedicherà l'attenzione alla *compliance* quale controllo del management.

Con riferimento al primo, i passaggi essenziali nella costruzione di un ideale modello di *compliance* sono, nell'ordine, i sei seguenti punti.

In primo luogo, la necessità è quella di assicurare un approccio, nella costruzione, di un sistema integrato tra *governance*, *risk management* e *compliance* ("GRC"), (*i*) basato su declinazione, delineazione e attivazione di presidi e uffici di controllo coordinati e non ridondanti; (*ii*) presidiato, animato e innervato da un costante flusso di informazioni e (*iii*) caratterizzato, connotato e scandito da momenti di coordinamento istituzionalizzati (i Comitati FAC) [17].

In estrema sintesi, gli elementi portanti del modello sono una *continua* e *dinamica interazione* (in termini di confronto e dialogo) sulla base di una solida e affidabile rete di flussi informativi dal basso verso il *top management* così da assicurare l'*assessment*, il monitoraggio e l'afflusso di dati necessari a che possano essere assunte decisioni di *business compliance-oriented*, nonché dall'alto verso la base dell'organizzazione, affinché si diffonda la condivisione di una cultura *compliance-oriented* e si creino le basi per un efficace svolgimento della funzione di conformità e delle sue conseguenti azioni correttive.

Sul punto, il richiamo va all'art. 6 Disposizioni, in precedenza citato, là ove si dispone che «il sistema dei controlli interni riveste un ruolo centrale nell'organizzazione aziendale: rappresenta un elemento fondamentale di conoscenza per gli organi aziendali in modo da garantire piena consapevolezza della situazione ed efficace presidio dei rischi aziendali e delle loro interrelazioni; orienta i mutamenti delle linee strategiche e delle politiche aziendali e consente di adattare in modo coerente il contesto organizzativo; presidia la funzionalità dei sistemi gestionali e il rispetto degli istituti di vigilanza prudenziale; favorisce la diffusione di una cor-

[17] Per tutti, cfr. L. FRANCESCHINI, *Gli elementi di un sistema integrato di compliance aziendale*, in *Riv. dott. comm.*, 2017, 559 ss.

retta cultura dei rischi, della legalità e dei valori aziendali».

In secondo luogo, la *compliance* non è (e non deve) essere in contrapposizione alla gestione, quanto invece operare quale funzione "in compenetrazione" alla gestione stessa, sia pure in posizione "funzionale" e "ancillare", non sovraordinata, sì che ad essere enfatizzata sia la lettura della *compliance* come strumento di gestione nonché momento di gestione [18].

E infatti un buon sistema di *compliance* si connota per il fatto che la funzione di *compliance* ha assunto un ruolo "reale" e "apicale" all'interno dell'organizzazione dell'impresa: (*i*) segno ne è la creazione di una figura di riferimento e di direzione della funzione nella persona del *Chief Compliance Officer* (CCO), con sotto di sé uno specifico organigramma e funzioni-gramma; (*ii*) prova ne sia anche la collocazione in posizione di vertice della funzione, con un *reporting* (non solo ma anche e) diretto con il CEO e lo stesso Consiglio di Amministrazione; (*iii*) prova ulteriore ne sia anche la "vicinanza" al momento più prettamente decisorio che la funzione viene ad assumere, pari (o forse di più rispetto) a quella propria degli organi di controllo esterni al *board* (penso al Collegio Sindacale) e forse più prossima a quella tipica del comitato per il controllo interno proprio del sistema monistico (pur senza tuttavia condividerne eguali doveri ed eguali responsabilità).

In terzo luogo, la competenza e la responsabilità nella (e della) declinazione della struttura di *compliance*, nella sua configurazione iniziale come nella successiva fase di continua verifica della relativa adeguatezza, è e deve rimanere appannaggio esclusivo dell'organo di gestione (in questo v. artt. 2380-*bis* e 2381 c.c.), sia pure con un'interlocuzione diretta vuoi con la *compliance* medesima, vuoi con l'organo di vigilanza interna.

Sotto il primo profilo, infatti, la *compliance* è chiamata a svolgere un compito, su base continuativa, di auto-valutazione quanto di proposizione di modifiche al sistema. E, ancora una volta, le Disposizioni, alla Sez. III, al punto 3.2., in precedenza citato, affermano come tra i «principali adempimenti» della *compliance* vi sia «(…) la proposta di modifiche organizzative e procedurali finalizzate ad assicurare un adeguato presidio dei rischi di non conformità identificati», nonché «la verifica dell'efficacia degli adeguamenti organizzativi (strutture, processi, procedure anche operative e commerciali) suggeriti per la prevenzione dei rischio di non conformità alle norme».

Quanto al secondo profilo, l'organo di controllo interno è chiamato, a sua volta, a svolgere una funzione di verifica e di vigilanza rispetto alla (eventuale) apatia, incapacità o passività dell'organo gestorio nonché di pungolo e stimolo all'intervento del medesimo, tanto nella fase iniziale di costruzione dell'assetto quanto poi nel *continuum* dell'operatività del sistema che deve sempre essere

[18] Cfr. F. Chiappetta, *Il sistema di controllo interno tra compliance normativa e attività gestionale*, in *RDS*, 2013, 554 ss.

adeguato e coerente con le dimensioni e la natura dell'impresa (arg. *ex* artt. 2318 e 2403 c.c. e 149 t.u.f.).

Ancora, l'organo amministrativo è il titolare e il depositario del governo della *compliance*, pur nel rispetto della necessaria autonomia della stessa: la delineazione e l'adattamento della funzione di legalità non potranno e non dovranno, infatti, che rispondere a una valutazione autonoma e discrezionale (sebbene non arbitraria) ad opera del medesimo organo amministrativo.

Un organo, quest'ultimo, che rimane comunque depositario della massima autonomia e discrezionalità da utilizzarsi ed esplicarsi – quanto al momento organizzativo – secondo il canone della proporzionalità rispetto alle dimensioni e alla natura dell'impresa complessa. Una valutazione e una declinazione, a loro volta, le quali, se e nella misura in cui condotte, elaborate e attuate secondo un corretto, informato e razionale (ragionevole) processo decisionale, rimangono scriminate dal *safe harbour* della *Business Judgment Rule* [19].

Con il che, immediata, si pone la domanda relativa al se e in misura l'organo di amministrazione possieda i giusti e necessari incentivi per riuscire a disegnare e implementare un adeguato e proporzionato assetto organizzativo, soprattutto in tema di *compliance*.

A tal proposito, come la dottrina ha rilevato, in prima battuta la risposta potrebbe essere (senza dubbio) positiva [20], assumendo che gli amministratori, da un canto, hanno le competenze, le conoscenze e gli elementi per bilanciare i possibili costi e benefici e, dall'altro canto, rimangono altresì esposti al rischio dell'azione per risarcimento dei danni in caso di non adeguatezza della *compliance*.

Tuttavia, e per contro, non vanno sottovalutati né il rischio di un *over-investment* in *compliance*, allorquando l'amministratore sia eccessivamente prudente e avverso al rischio; né il rischio opposto, di un *under-investment*: la possibile contrazione (nel breve periodo) del profitto e la pressione degli azionisti potrebbero infatti a loro volta indurre i «*directors to align with shareholders' preferences and to invest less in compliance than would be objectively efficient as regards the medium to long-term interest of the company*» [21].

Ma se così è, la domanda cui rispondere si sposta allora sul piano dei possibili rimedi e meccanismi di corretta incentivazione a declinare una *compliance* adeguata in funzione della natura e della dimensione della impresa.

Da questo punto di vista, la risposta potrebbe essere articolata e richiedere, in

---

[19] Cfr.: G.D. Mosco, S. Lopreiato, *Doveri e responsabilità di amministratori e sindaci nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2019, 117 ss.; S. Fulco, M. Ventoruzzo, *Responsabilità civilistiche dei componenti gli organi di amministrazione e controllo e funzione di* compliance, in *La* Corporate Compliance*: una nuova frontiera per il diritto?*, (nt. 5), 347 ss.

[20] In questo senso, v. G. Presti, *What we talk about when we talk about Compliance*, in *Corporate Compliance on Global Scale. Legitimacy and Effectiveness*, (nt. 5), 25 ss.

[21] G. Presti, (nt. 20), 39.

via congiunta: (i) di confermare la conclusione testé indicata, favorevole ad applicare anche alle decisioni di organizzazione la protezione offerta dalla BJR e declinare di conseguenza la responsabilità per difetto di organizzazione; (ii) di spostare l'asse di riferimento della massimizzazione del profitto e della partecipazione azionaria su di un orizzonte temporale di medio-lungo periodo; (iii) di utilizzare, per quanto non sia così facile in assenza dell'elaborazione di una metrica comune, attendibile e affidabile, appropriate politiche di remunerazione degli amministratori e del *top management*, legate anche alle *performance* del modello di *compliance*; (iv) di incrementare la trasparenza e l'informazione al mercato in ordine alla configurazione, alla struttura e ai risultati del modello di conformità [in questo senso, si vedano in particolare la nuova disciplina europea sul *Sustainability Reporting* di cui alla direttiva (UE) 2022/2464; la norma in tema di Relazione su governo societario di cui all'art. 123-*bis* t.u.f. e il Codice, nella versione pubblicata nel 2020, segnatamente alla Raccomandazione n. 33, lett. *g*)]; (v) di attivare incentivi pubblici alla promozione della *compliance* quali possibili misure premiali (v. ad es. art. 5-*ter* del d.l. 24 gennaio 2012, n. 1); (vi) di incentivare, infine, il confronto con, e il coinvolgimento del, l'organo interno di controllo, riconoscendo in capo al medesimo un ruolo apicale nella verifica e nella misurazione dell'effettiva adeguatezza ed efficienza del modello. In questo senso depone il combinato disposto degli artt. 2403 e 2381 c.c. e delle norme regolamentari e di *Soft Law*. Nel primo caso, si vedano le Disposizioni, al Titolo IV, Capitolo 3, Sez. II, art. 5 in tema di coordinamento delle funzioni di controllo e alla successiva Sez. III, art. 1, lett. *b*), in tema di funzioni aziendali di controllo. Nel secondo caso, si veda la Raccomandazione n. 37, secondo paragrafo del Codice.

In quarto luogo, sempre nel proseguire nell'elencazione delle condizioni di efficienza del modello, indispensabile è che l'organo amministrativo rimanga anche il depositario ultimo di ogni decisione di *business*, rispetto alla quale la *compliance* deve sempre rimanere e operare quale momento "istruttorio" nel processo decisionale. Così come, nel contempo, con lo sguardo rivolto alla funzione di controllo, condizione ulteriore, e in quinto luogo, è che il sistema sia necessariamente basato su un assetto e su una interlocuzione "*risk-based*" (nelle due componenti essenziali, quella dell'*assessment* prima e del *management* poi) che deve inserire la *compliance*, nelle sue diverse articolazioni e nei suoi diversi momenti (vuoi organizzativi, vuoi operativi) all'interno di un confronto continuo, dialettico e proattivamente dinamico, con l'organo di amministrazione e con l'organo di controllo.

Un sistema infine, in sesto e ultimo luogo, il quale deve vedere (e deve avere) nell'organo interno di controllo – come si annotava poc'anzi – il perno di vertice e di coordinamento interno e di supervisione ultima in ordine all'adeguatezza degli assetti interni e all'esercizio della funzione di *compliance* nel suo effettivo ed efficace svolgimento, anche e soprattutto, con specifico riguardo alla garanzia di sussistenza di una reale e adeguata indipendenza e autonomia tra gli uffici operativi e i presidi predisposti alla funzione di *compliance*. Puntuali in tal senso sono

sempre le Disposizioni, Titolo IV, Capitolo 3, Sez. I, il cui art. 6, afferma quale principio generale, cui la banca deve obbedire, che «il processo di gestione dei rischi (sia) efficacemente integrato» e il cui art. 5, a propria volta, alla successiva Sez. II, ribadisce come il corretto funzionamento del sistema dei controlli interni si basi «sulla proficua interazione nell'esercizio dei compiti (d'indirizzo, di attuazione, di verifica, di valutazione) fra gli organi aziendali, gli eventuali comitati costituiti all'interno di questi ultimi, i soggetti incaricati della revisione legale dei conti, le funzioni di controllo» e suggerisca altresì che «per assicurare una corretta interazione tra tutte le funzioni e organi con compiti di controllo (…) l'organo di controllo con funzione di supervisione strategica approv(i) un documento, diffuso a tutte le strutture interessate, nel quale sono definiti i compiti e le responsabilità dei vari organi e funzioni di controllo, i flussi informativi tra le diverse funzioni/organi e tra queste/i e gli organi aziendali».

Un organo di controllo, ancora, cui spetta il compito di verificare e assicurare l'esistenza, l'adeguatezza e la continuità dei flussi informativi tra i diversi presidi; un organo, infine, interlocutore (necessario e) diretto con le Autorità di vigilanza esterna.

Un punto peraltro rimane ancora critico e non puntualmente chiarito: vale a dire quale debba essere la collocazione ottimale della *compliance*, se sotto il *board* ovvero sotto l'organo di controllo di terzo livello. Al riguardo, infatti, non si registra un perfetto allineamento tra le Disposizioni e il Codice.

Nel primo caso, la Sez. II, del Titolo IV, Capitolo 3, all'art. 5, per un verso, fa espresso riferimento a uno «stretto raccordo, in termini sia di suddivisione di attività che di condivisione di informazioni, tra organismo di vigilanza interna e le funzioni di conformità alle norme», mentre, per un altro verso, la precedente Sez. III, all'art. 1, afferma che i responsabili della compliance sono collocati in posizione gerarchica e funzionale adeguata; in particolare, «(…) sono collocati alle dirette dipendenze dell'organo con funzione di gestione *o* dell'organo con funzione di supervisione strategica; il responsabile della funzione di revisione interna è collocato sempre alle dirette dipendenze dell'organo con supervisione strategica» (enfasi aggiunta, n.d.a.). Con il che incerta – o rimessa all'autonomia statutaria – rimarrebbe la scelta in ordine alla collocazione ultima della *compliance*.

Per contro, nel caso del Codice, la soluzione parrebbe essere univoca, nonché più coerente con le considerazioni che si sono qui rassegnate, là ove con i Principi XIX e XX, si afferma, da un canto, che l'organo di amministrazione definisce le linee di indirizzo del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e ne valuta annualmente l'adeguatezza e l'efficacia, e, dall'altro canto, che, sempre il medesimo organo, definisce i principi che riguardano il coordinamento e i flussi informativi tra i diversi soggetti coinvolti nel sistema di controllo interno e di gestione dei rischi. Principi cui si accompagna poi la Raccomandazione n. 33, alle lett. *a*), *d*) e *g*) che vedono in posizione apicale l'organo di gestione.

In conclusione, il punto di caduta ottimale parrebbe dunque coincidere con il

coordinamento funzionale della *compliance*, in un rapporto di interazione diretta e continua, con i due momenti: quello della "gestione organizzativa" chiamata a individuare e definire l'indirizzo organizzativo e strategico dell'alta amministrazione e quello, di pertinenza dell'organo di controllo interno, relativo al "controllo-vigilanza", di verifica in ordine all'adeguatezza e all'efficace funzionamento del sistema dei controlli interni e di gestione dei rischi. In questa linea ben si colloca il Codice ove, all'art. 6, deputato a definire le regole e i principi del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, affida, per un verso, all'organo di amministrazione, con il supporto del comitato controllo e rischi, il compito di definire «le linee di indirizzo del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi in coerenza con le strategie della società», di valutare «con cadenza almeno annuale l'adeguatezza del medesimo sistema rispetto alle caratteristiche dell'impresa e al profilo di rischio assunto, nonché la sua efficacia», di approvare «(…) il piano di lavoro predisposto dal responsabile della funzione di *internal audit*, sentito l'organo di controllo e il *chief executive officer*» e di valutare «l'opportunità di adottare misure per garantire l'efficacia e l'imparzialità di giudizio delle altre funzioni aziendali (tra cui quelle, per l'appunto, di presidio del rischio legale) verificando che siano dotate di adeguate professionalità e risorse». Nonché, per un altro verso, sempre l'art. 6, stabilisce che l'organo di controllo interno vigila sull'efficacia del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, interfacciandosi anche con il comitato controllo e rischi (chiamato a coadiuvare il consiglio di amministrazione) e con questi scambiandosi tempestivamente le informazioni rilevanti per l'espletamento dei rispettivi compiti e addirittura partecipando, per il tramite del proprio presidente o altro componente da questi designato, ai lavori del comitato medesimo.

6. *La* compliance *quale controllo del management. Una nuova* finis terrae *per la* compliance*?*

Giunti a questo punto, non resta che dedicare qualche (prima) riflessione alla (nuova) *compliance*, quella che poc'anzi si è identificata come la funzione di controllo *del management*. Funzione a quest'ultimo, dunque, non più estranea e contrapposta; un presidio di controllo direttamente intraneo al, e gestito dal, l'organo di amministrazione stesso: vero e proprio momento di governo societario. Quel confine estremo, per l'appunto, che si evocava in principio e sul quale è possibile rinvenire un nuovo ruolo, ma prima ancora, una nuova conformazione della funzione di legalità.

Una funzione di *compliance* di cui l'organo di amministrazione medesimo si deve quindi fare immediatamente e direttamente carico nel momento stesso in cui è investito del potere di gestione (e non già di sola amministrazione) – come oggi si esprime la rubrica del nuovo art. 2086 c.c. – dell'impresa. Una funzione che

non si pone su di un asse, sotto il profilo organizzativo quanto temporale, disassato rispetto al momento gestorio, ma che ne diviene una componente essenziale, là ove – se è condivisibile la lettura e la collocazione che si è inteso dare alla norma da ultimo citata – l'esercizio dell'attività economica è legittimato nella (sola) misura in cui il medesimo si organizzi e venga svolto secondo canoni di equilibrio, non esclusivamente e non strettamente di ordine economico-finanziario.

E così, da un canto, il paradigma dell'adeguatezza degli assetti organizzati diviene il primo presidio di adeguato e puntuale *assessment* e gestione dei rischi anche di non conformità a precetti (legali, regolamentari o contrattuali), di cui deve farsi carico l'organo di amministrazione medesimo, quale esclusivo depositario della competenza gestoria "organizzativa" dell'impresa. E, nel contempo, dall'altro canto, la nuova visione "*enlightened*" e socialmente orientata dell'impresa, da declinarsi secondo una grammatica segnata dalla sostenibilità e dalla necessaria considerazione di *constituencies*, diffuse ed esterne, ad opera dell'impresa, impone l'imperativo (categorico) di orientare e condurre l'esercizio dell'attività economica secondo il rispetto di istanze eteronome: ancora una volta, dunque, assicurando, nel momento dell'assunzione di decisioni gestorie, siano esse di tipo organizzativo ovvero di natura più immediatamente operativa, un approccio *risk-based*.

Vale a dire un approccio che si articoli quindi nei due momenti, quello della individuazione e della perimetrazione del possibile rischio di non conformità nonché quello della (successiva) gestione del rischio medesimo: vale a dire proprio i due prismi che caratterizzano l'essenza stessa della *compliance*.

Come si annotava nelle precedenti pagine, la sequenza segnata dagli artt. 41 Cost., 2086 c.c. e 2247 c.c., disegna la condizione di legittimazione all'esercizio dell'attività economica, secondo la quale il presidio del rischio – tramite assetti organizzativi adeguati a salvaguardia delle condizioni di equilibrio anche non finanziario e quindi anche di conformità a precetti/istanze generali – è un elemento consustanziale, immanente e sistemico.

In verità, lungo e complesso sarebbe il compito di dare una risposta certa e univoca alla domanda relativa al se e in che modo la sostenibilità sociale dell'impresa – la ESG *compliance* in buona sostanza – abbia davvero mutato (e in che misura) i doveri fiduciari e il paradigma operativo degli amministratori, sino a disegnarne e sancirne nuovi ed effettivi imperativi a livello organico; così come, egualmente arduo, sarebbe rispondere all'ulteriore interrogativo se e in che misura sia anche mutata la stessa *causa societatis* sino a fare dello scopo lucrativo un valore recessivo, per non dire evaporato – se non anche "fossilizzato" come si è espressa autorevole dottrina [22] – dinanzi al perseguimento di interessi a rilevanza generale.

Senza alcuna pretesa di completezza, qualche riflessione è tuttavia possibile farla, soprattutto nell'ottica di dare un riscontro alla questione da cui hanno preso le

[22] U. TOMBARI, (nt. 1), 48 ss.

mosse le presenti considerazioni relative a una possibile, nuova, declinazione della funzione di *compliance* nelle imprese complesse. Sempre però tenendo a mente la corretta puntualizzazione – ben colta da autorevole dottrina – secondo cui la *compliance* è, e deve rimanere, obbedienza a precetti legali e giammai trascolorare in una forma di supplenza alla legge medesima. In altri termini, non può certamente confondersi con una *compliance* tecnica, una *compliance* di ordine politico che sia così chiamata a sostituirsi a valutazioni, scelte e determinazioni che non possono e anzi debbono, rimanere affidate alla sola responsabilità del decisore pubblico.

Da un primo angolo di visuale, è lecito osservare come, quanto meno con riguardo all'ordinamento giuridico nazionale, non esiste alcuna disciplina, a livello di legislazione primaria, equivalente alla *Loi Pacte* francese (n. 2019-486 del 22 maggio 2019) che, come è ben noto, consente di modulare lo schema organizzativo societario in uno strumento in termini causali *bon à tout faire*, potendo essere espressamente destinato, in forza di apposita previsione statutaria, al perseguimento di finalità istituzionali alternative e contrapposte allo scopo di lucro soggettivo (cfr. gli artt. 1833 e 1835 del *Code Civil* e gli artt. L210-10 e L225-35 del *Code de Commerce*). Così come, sempre con lo sguardo rivolto alla realtà domestica, non esiste nel codice civile italiano una norma equivalente a quella di cui alla *Section* 172 del *Companies Act* 2006 del Regno Unito. Per contro, esiste invece nell'ordinamento domestico, la figura, tipica, della Società Benefit (v. gli artt. da 376 a 384 della l. 28 dicembre 2015, n. 208), cui la legge consente di perseguire accanto, e in prevalenza rispetto, allo scopo di lucro, finalità di rilevanza sociale. Con il che, più che fondatamente, si profilerebbe come immediata la risposta secondo cui l'essenza del contratto sociale di cui all'art. 2247 c.c., in assenza di una diversa e specifica opzione normativa [come avverrebbe, oltre all'ipotesi da ultimo citata, anche nel caso dell'impresa sociale; delle società cooperative o delle società consortili) ancora rimarrebbe connotata, quale elemento costitutivo della fattispecie, vivo e palpitante e non già un inerte fossile, dallo scopo di lucro soggettivo. Scopo cui dovrebbero quindi anche parametrarsi e indirizzarsi pure i doveri "organici" inerenti al mandato gestorio, quanto meno sino al limite costituito dalla presenza di un, contrario e prevalente, precetto legale a salvaguardia di interessi pari o sovra ordinati, nella scala dei valori costituzionali, rispetto alla libertà di iniziativa economica.

Per contro, muovendo da un differente angolo di visuale, sarebbe però in egual modo non irrilevante annotare come, a livello di *Hard Law*, si venga sempre più a stagliare un percorso differente, lungo il quale il lucro lascia sempre più spazio a istanze ESG. Si pensi alla già citata direttiva (UE) 2022/2464, in tema di *Sustainability Reporting* (Direttiva "CSRD") che, per le imprese complesse, ha reso obbligatoria la «dichiarazione di sostenibilità» [23]. Tra l'altro, si potrebbe anche ag-

[23] Anche per le ulteriori e necessarie citazioni bibliografiche, v. E. STABILE, *Gli standard di rendicontazione tra Dichiarazione non Finanziaria e "informazioni sulla sostenibilità"*, paper presen-

giungere come l'innovazione introdotta dalla Direttiva in parola sia di duplice portata, proprio con riferimento alle considerazioni che si stanno svolgendo. In primo luogo, significativa è la denominazione stessa, che ha sostituito quella precedente, più generica e meno puntuale, di "dichiarazione non finanziaria". In secondo luogo, perché ad essere mutata è anche la collocazione della dichiarazione in parola, la quale diviene oggi – e il punto è davvero di non poco rilievo – parte (oggi) obbligatoria quanto integrante della Relazione sulla gestione medesima: a testimonianza dunque del fatto che la sostenibilità dell'impresa e la considerazione di valori, ultronei ed estranei rispetto allo scopo di lucro, entrano tra i fattori e le istanze cui la gestione stessa dell'impresa è chiamata a prestare attenzione e adeguata ponderazione nel momento dell'assunzione delle decisioni, organizzative e amministrative.

Ancora, non può essere sottaciuto l'impatto che la stessa Seconda Direttiva sui Diritti degli Azionisti [Direttiva (UE) 2017/828 che aggiorna la Direttiva 2007/36/CE, "SRD II"] ha operato, là ove, per un verso, ha inteso valorizzare e promuovere l'impegno a lungo termine degli azionisti, sull'assunto (corretto) che in un siffatto arco temporale il lucro soggettivo è destinato consustanzialmente a coordinarsi con altre esigenze e istanze riconducibili a soggetti e centri di interesse diversi dagli "*equity owners*", e, per un altro verso, ha enfatizzato l'attenzione sulla trasparenza relativamente alle "politiche di impegno" rispetto a valori extralucrativi, degli investitori istituzionali e dei gestori di patrimoni (v. artt. 124-*quinquies* ss. t.u.f.). Un processo e un percorso nel quale, a breve e con impatti certamente più eclatanti, sarà destinata a irrompere, oggi è ancora in fase di proposta, la Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità ("Direttiva CSDD") [24].

---

tato al XIV Convegno Annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale", *"Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale"* (Roma, 26-27 maggio 2023).

[24] Ovviamente non è possibile in questa sede aggiungere altro, tenuto conto che la Direttiva in parola è ancora solo una proposta. Certo è che non di poco conto, rispetto a quanto si sta sommariamente esponendo, si pongono tanto l'art. 5, là dove sancisce che l'obbligo di due diligence deve essere incluso nelle «politiche aziendali» e in «un codice di condotta» (ecco la *compliance della compliance* cui si è fatto riferimento nelle pagine precedenti), quanto l'art. 26 che, a propria volta, afferma il dovere per gli amministratori di «agire nel miglior interesse della società (…)» e di considerare «le conseguenze in termini di sostenibilità, a breve, medio e lungo termine, delle decisioni che prendono», «comprese le conseguenze per i diritti umani, il cambiamento climatico e l'ambiente». Sul tema, per tutti, cfr.: C.G. CORVESE, *La proposta di direttiva sulla Corporate Sustainability Due Diligence e i suoi (presumibili) effetti sul diritto societario italiano*, paper presentato al XIV Convegno Annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale", "*Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale*" (Roma, 26-27 maggio 2023). *Adde*, M. STELLA RICHTER jr, *Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. soc.*, 2022, 714 ss.; R. IBBA, *L'introduzione di obblighi concernenti i fattori ESG a livello UE: dalla Direttiva 2014/95 alla Proposta di Direttiva sulla Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023,

Del resto – nello spostarsi sul piano della *Soft Law* – è altresì un dato ineludibile che, nella sua ultima versione, il Codice, nell'articolo di esordio (art. 1, punto 1) affermi che «l'organo di amministrazione», di imprese complesse quali sono per loro natura le società con titoli quotati, «guida la società perseguendone il successo sostenibile», quest'ultimo, a propria volta, definito come «l'obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società» [25].

Così come – non da ultimo – è altrettanto valida la constatazione di come la gestione dell'impresa non possa più fare a meno di considerare, da un canto, la necessità (l'onere) di adottare modelli organizzativi e politiche gestionali socialmente sostenibili in nome dell'obiettivo di assicurare all'imprese il reperimento delle risorse finanziarie esterne, sempre più dirottate e guidate, a loro volta, dai dettami della finanza sostenibile, e, dall'altro canto, l'immanenza dei possibili danni, anche solo in termini reputazionali, cui l'impresa non ESG *compliant* si trova sempre più esposta, anche in assenza di precetti legali, imperativi quanto puntuali.

Di talché – per muovere a una possibile conclusione e quindi rispondere alla domanda in ordine al nuovo confine estremo della *compliance* nelle imprese complesse – se è vero che la lettera dell'art. 41 Carta Costituzionale, con riguardo alla libertà di iniziativa economica, afferma che essa debba svolgersi «non in contrasto con» e dunque lasciando in questo modo intendere non solo che i valori sociali operino quali limiti (esterni ed) estremi rispetto all'impresa, ma anche che essi siano coperti da una necessaria riserva (esplicita) di legge [26], è però altrettanto vero che non possono essere accantonati due elementi.

Il primo che è quello costituito dalla circostanza che la tendenza e la pulsione

---

II, 433 ss.; A. Pacces, *Civil liability in the EU Corporate Sustainability Due Diligence Directive Proposal*: *A Law & Economics Analysis*, in ECGI, *Law Working Paper Series*, n. 691/2023. *Adde*, G.D. Mosco, G. Olivieri, F. Vella, *Il lucro sostenibile: obiettivi e ruolo delle imprese tra comunicazione e realtà*, in *AGE*, 2022, 1-405. Da ultimo, M. Vatiero, *Varieties of Capitalism, Competition and Prosocial Corporate Purposes*, in F. Thépot, A. Tzanaki (eds.), *Research Handbook on Competition and Corporate Law* (Edward Elgar Publishing, forthcoming), disponibile su https://ssrn.com, e B. Sheehy, *Sustainability, Justice and Corporate Law: Redistributing Corporate Rights and Duties to Meet the Challenge of Sustainability*, in *European Business Organization Law Review*, 2022, 273-312.

[25] Interessanti le riflessioni sul tema in E. Ginevra, *Il Codice di Corporate Governance: Introduzioni e Definizioni (con un approfondimento sul "Successo sostenibile")*, in *Riv. soc.*, 2023, 1017 ss.

[26] Da ultimo, al riguardo, cfr. F. Fimmanò, *Art. 41 della Costituzione e valori ESG: esiste davvero una responsabilità sociale dell'impresa?*, paper presentato al XIV Convegno Annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale", "*Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale*" (Roma, 26-27 maggio 2023). Cfr. altresì P. Sanfilippo, *Tutela dell'ambiente e "assetti adeguati" dell'impresa:* compliance, *autonomia ed* enforcement, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 993 ss.

sempre più immanenti, anche sul piano dell'ordinamento giuridico, verso l'istanza ESG e il neoistituzionalismo trovano il proprio fondamento (e la propria giustificazione) nella necessità di "compensare" interventi, meccanismi, incentivi, legali, obiettivamente non (ritenuti) adeguati.

Il secondo è costituito proprio dal più volte citato art. 2086 c.c. (a sua volta, come si notava in precedenza, addirittura presidiato dall'art. 2409 c.c.) secondo il quale la gestione di un'impresa non può mai prescindere dalla necessità di svolgersi nel rispetto di un'equilibrata sintesi di interessi egoistici e di terzi.

Tutto questo però fermo restando che – quanto meno per l'impresa organizzata secondo il codice organizzativo di una società a scopo lucrativo ai sensi dell'art. 2247 c.c. – la declinazione effettiva e nel concreto di una siffatta sintesi non possa che essere pur sempre il frutto di una negoziazione, interna, tra i *Principal*, *id est* i soci, e gli *Agent*, *id est* gli amministratori: una negoziazione nel senso che, pur rimanendo l'amministrazione di competenza esclusiva dei secondi e pur avendo essi il dovere, come testé indicato, di organizzare e gestire l'impresa secondo canoni di equilibrio tra interessi contrapposti, attraverso il prisma di un asse temporale di durata adeguata a tener conto dei rischi connessi all'attività svolta e alle operazioni compiute, rimane fermo che, in assenza di precisi e immediati quanto puntuali limiti, divieti o prescrizioni legali, l'effettivo punto di caduta su cui posizionare l'equilibrio rimanga pur sempre soggetto alla valutazione e alla condivisione dei "proprietari" [27]. I quali, certamente, non potranno invocare quale giusta causa di revoca dall'incarico amministrativo l'organizzazione e la conduzione dell'impresa secondo un approccio sostenibilmente *enlightened*; così come non potranno certo invocare l'intervento postumo dell'autorità giudiziaria nel sindacare scelte e operazioni necessariamente coperte e scriminate dalla *Business Judgment Rule*. Viceversa, solo per fornire alcuni spunti sugli strumenti attraverso cui la "negoziazione" potrebbe svolgersi, i soci potranno però decidere di non rinnovare l'incarico a quegli amministratori che abbiano sacrificato – in assenza di prescrizioni normative di rango primario – lo scopo lucrativo; ovvero potranno decidere, con apposite previsioni statutarie e in sede di nomina o, ancora, nelle società con titoli quotati, in sede di approvazione della relazione sulle politiche di remu-

[27] Sul punto, si v. F.M. MUCCIARELLI, *Interesse sociale e sostenibilità: un falso problema*, paper presentato al XIV Convegno Annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale", "*Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale*" (Roma, 26-27 maggio 2023). Cfr. altresì i recenti Orientamenti Societari della Commissione Società del Comitato Triveneto, in tema di clausole statutarie di sostenibilità ed ESG, A.B.1 – A.B.6. *Adde* O. HART, L. ZINGALES, *The New Corporate Governance*, in ECGI, *Law Working Paper Series*, n. 640/2022 e R.P. BARTLETT, R. BUBB, *Corporate Social Responsibility, Through Shareholders Governance*, in ECGI, *Law working Paper Series*, n. 682/2023. *Adde* altresì: L. CALVOSA, *Say-on-climate e competenze assembleari nella società per azioni quotata*, in *Riv. soc*., 2022, 1073 ss.; L. BENEDETTI, *L'engagement soci/amministratori e la governance della s.p.a.: considerazioni sistematiche*, *ivi*, 1087 ss.; D. STANZIONE, *Scopo e oggetto dell'impresa societaria sostenibile*, in *Giur. comm*., 2022, I, 1023 ss.

nerazione, di parametrare i compensi degli amministratori e dei *manager* rispetto a un determinato bilanciamento, in sede gestionale, degli interessi egoistici con quelli a rilevanza generale.

Nel fare ritorno al perimetro delle riflessioni che si stanno conducendo, adeguatezza degli assetti organizzativi e valori ESG (spesso) non si basano su immediati e puntuali precetti legali, per i quali si possa predicare una "obbedienza" (e non già una mera supplenza) e dunque una funzione di conformità. Il che, tuttavia, non equivale certo ad affermare che non possa esservi comunque, anche con riferimento a questo scenario, un momento di *compliance*; anzi, sempre più viene avanti la necessità di arrivare a quel limite estremo, cui più volte si è fatto riferimento, di convergenza tra *governance* e *compliance*.

Vero è invece che, proprio dinanzi all'imperativo di organizzare e gestire l'impresa secondo una grammatica non esclusivamente e non pervicacemente egoistico-lucrativa, il momento della *compliance*, nella sua inflessione di funzione di attenzione, di interiorizzazione e di presidio di istanze e valori di generazione e di provenienza eteronome, possa assumere un ruolo e una valenza di estrema rilevanza e significatività.

Ovviamente, il riferimento non è alla mera funzione di conformità allorquando la selezione, l'individuazione e la declinazione dei valori a rilevanza sociale siano il frutto di una precisa scelta "politica", operata dalle competenti autorità e nelle competenti sedi, terze, e poi tradotta in una precisa prescrizione, imperativa, di natura legale e di rango primario: in questo caso, infatti, la *compliance* sarebbe chiamata a svolgere il proprio ruolo e il proprio compito come dinanzi a ogni altra ipotesi di necessaria obbedienza a un qualsiasi altro precetto legale.

Il momento di *compliance* cui si intende fare riferimento (e spazio) è quello che dovrebbe collocarsi lungo il crinale dello *standard* di diligenza gestoria e amministrativa, là ove, nel confronto dialettico tra *principal* e *agent*, si deve trovare l'equilibrio di interessi, istanze e valori, (anche) in assenza di preventive e chiare scelte dei legislatori.

In questo ambito e in questo scenario, la *compliance* cui si fa riferimento è quella che vede enfatizzata la propria essenza di funzione istruttoria, consultiva, preparatoria – verrebbe da aggiungere educativa, come si ricordava nelle pagine precedenti – e di presidio, intranea all'organo gestorio medesimo. Una *compliance* – come si è puntualizzato poc'anzi – non giustapposta alla, ma funzionalmente integrata nella, "alta amministrazione"; una *compliance* quindi soggettivamente allocata e organizzata su "presidi" anch'essi egualmente intranei [28].

[28] A fronte di questa "valorizzazione" della funzione di *compliance*, meriterebbe di essere affrontato un ulteriore profilo che in codesta sede può solo essere evocato: verrebbe infatti da chiedersi quali ricadute potrebbero o dovrebbero trarsi sul procedimento di nomina dei relativi responsabili e porsi quindi, tra i tanti, i seguenti interrogativi. Sono pensabili tecniche di coinvolgimento dei *Principal* nelle scelte/nomine che poi saranno degli Agent? Sono immaginabili candidature alle po-

In altri termini, quanto meno per i sistemi di amministrazione e controllo diversi da quello monistico in cui, a ben vedere, la compenetrazione tra il momento propriamente decisorio e il momento di verifica si pone come cifra caratterizzante il modello stesso e come tale già per sua struttura e per sua natura portato ad accogliere e interiorizzare la funzione di conformità *risk-based*, la *compliance* entrerebbe nel Consiglio di Amministrazione attraverso i comitati interni: segnatamente quello di "controllo e rischio" e quello "di sostenibilità", cui, con lungimiranza, guarda il Codice [29].

E infatti, quanto al primo Comitato, la *Soft Law* in parola ha cura di precisare [art. 1, Raccomandazione 1, lett. *d*)] che il Consiglio di Amministrazione, nel definire il sistema di governo societario e nel valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile, con particolare riferimento al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, si avvale del Comitato Controllo e Rischi [art. 6, Raccomandazione n. 32, lett. *c*)], «istituito *all'interno* dell'organo amministrativo con il compito di supportare le valutazioni e le decisioni dell'organo di amministrazione relative al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi (…)» (enfasi aggiunta, n.d.a.). Comitato che è poi chiamato [Raccomandazione n. 35, lett. *d*)] anche ad esprimere «pareri su specifici oggetti inerenti alla identificazione dei principali rischio aziendali (…)» e a supportare «le valutazioni e le decisioni dell'organo di amministrazione relative alla gestione dell'organo di amministrazione relative alla gestione dei rischi derivanti da fatti pregiudizievoli di cui quest'ultimo sia venuto a conoscenza».

Quanto poi al secondo Comitato, la cui composizione e la cui funzione sono a loro volta determinate sempre dal Consiglio di Amministrazione [art. 1, Raccomandazione n. 1, lett. *a*)], esso è chiamato a intervenire sin dalla fase di elaborazione e definizione della strategia e degli obiettivi aziendali. Dispone infatti l'art. 1, Raccomandazione n. 1, che il piano industriale sia esaminato e approvato

---

sizioni di amministratore corredate pure (se non dall'indicazione nominativa, quanto meno) dalla descrizione del profilo dei responsabili delle funzioni di controllo che si vorranno coinvolgere?

[29] In linea con le considerazioni di cui al testo, si veda, in particolare, il recente e interessante contributo di M. IRRERA, B.M. SCARABELLI, *I comitati di sostenibilità nella* governane *delle società quotate: tra funzioni gestorie e controllo*, paper presentato XIV Convegno Annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale", "*Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale*" (Roma, 26-27 maggio 2023). Cfr. pure A. BARTALENA, *I comitati interni a rilevanza esterna*, in *Riv. soc*., 2022, 745 ss.; M. CIAN, I *comitati rappresentativi degli stakeholders e l'organizzazione societaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, II, 356 ss. e L. ENRIQUES, G. STRAMPELLI, *The Dialogue between Corporations and Institutional Investors. An Introduction*, in ECGI, *Law Working Paper Series*, n. 725/2023. Per un'analisi dell'informazione resa al mercato dalle società del segmento FTSE-MIB in relazione alle strutture di governance preposte ai temi di sostenibilità (tra cui segnatamente, ma non esclusivamente, il comitato endoconsiliare), cfr. Centro Studi Guido Rossi – Diritto delle Grandi Imprese, Governance *della sostenibilità e informazione al mercato*, in corso di pubblicazione su *Riv. soc.*, che chi scrive ha consultato nella versione dattiloscritta messa a disposizione dal coordinatore del lavoro (G. Petroboni), d'intesa con i relativi curatori (A. Chiloiro, A. Citterio, M.L. Passador, S. Scalzini, S. Scordo, L. Seminara).

(dall'organo consiliare) «anche in base all'analisi dei temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo periodo» (il "successo sostenibile") e che tale analisi circa i temi della sostenibilità – ancorché il Codice inserisca l'aggettivo «eventuale» – sia svolta con il «(…) supporto di un comitato» (quello appunto di sostenibilità), nei termini di esercizio di quelle tipiche funzioni istruttorie, propositive e consultive, proprie del presidio di *compliance* [v. art. 3, Principio XI e Raccomandazione n. 12, lett. *b*)].

Dunque, un Comitato chiamato a esprimersi su istanze e valori eccentrici rispetto al mero lucro soggettivo, con un'inflessione dunque, nella gestione dell'impresa, *ESG compliant*, a valere nel momento e nella fase propri dell'alta amministrazione.

Un Comitato che, a propria volta, stando all'art. 3 della Raccomandazione n. 17, avrebbe anche il potere e la legittimazione ad «accedere alle informazioni e alle funzioni aziendali necessarie per lo svolgimento dei propri compiti»: dunque, con un accesso diretto e mirato nonché ad ampio spettro, rispetto ad atti, documenti e atti di contenuto gestionale, ben più ampi di quelli spettanti a ciascun amministratore non esecutivo (cfr. l'art. 2381 c.c.) e molto prossimi – ma anche ben più immediati e tempestivi – di quelli spettanti all'organo di controllo interno (quanto meno nei sistemi di amministrazione tradizionale e dualistico).

Nel contempo, si staglia con maggior enfasi quella funzione di corretta gestione del rischio, a presidio della corretta amministrazione che si ispiri alla, e persegua la, integrazione del piano industriale dell'impresa complessa con le tematiche ambientali, sociali e di governance (ESG), ponendosi dunque quale momento di presidio e di indirizzo non più solo per il governo, ma anche, e prima ancora, di governo societario. Una funzione che si delinea e si declina su base continuativa, preventiva e con raggio di azione ampio, potendo (e dovendo) infatti venire a interferire su ogni materia, aspetto o decisione della vita dell'impresa legata alla sostenibilità; e che si articola poi in due aree, idealmente distinte, ancorché funzionalmente consequenziali.

Una prima – con un'inflessione prettamente propositiva – concentrata nella redazione, nello sviluppo e nell'elaborazione delle politiche di sostenibilità, da intendersi quale insieme di regole, iniziative, indirizzi, processi, attività, strategie e linee guida, tese a presidiare lo sviluppo sostenibile. Identificando, perimetrando e gestendo quindi il rischio di pregiudizi sul piano patrimoniale e reputazionale cui l'impresa ESG non *compliant* si trova necessariamente esposta: in termini vuoi di perdite di opportunità di acquisizione di risorse finanziarie esterne, vuoi di possibili danni di natura prettamente reputazionale [30].

[30] A parte e in disparte, ovviamente – torna a ripetersi – la violazione di precetti normativi legali, a contenuto puntuale e con presidio sanzionatorio a propria volta definito dalla legge (e che potrebbe andare da provvedimenti sospensivi, impeditivi o ablativi dei titoli per l'esercizio dell'attività di impresa, a pene o ammende e/o a risarcimenti patrimoniali).

Sino a giungere poi all'analisi dei piani di azione (il piano di sostenibilità) e all'elaborazione di indirizzi in base ai quali indirizzare ed articolare il piano strategico di sostenibilità stesso, in un'ottica tanto preventiva (identificazione e definizione *ex ante*), quanto successiva (con valutazione e monitoraggio *ex post* della relativa attuazione).

Una seconda area – a contenuto e con un ruolo di natura più prettamente valutativa e organizzativa – la quale, in buona sostanza, si materializza nella valutazione delle iniziative effettivamente assunte e dell'attività economica svolta al fine di verificarne l'adeguatezza e l'aderenza rispetto alle politiche di sostenibilità. In questo modo, con una creazione di una vera e propria *governance* della sostenibilità: con la creazione, cioè, come si è correttamente appuntato da altri, di un «sistema di organi e processi che permettano all'impresa di definire e monitorare le politiche relative ai temi socio-ambientali», capace altresì di formulare proprie proposte di integrazione dei temi ESG nella strategia di *business* dell'impresa.

Con una forte integrazione, altresì, e con una continua interlocuzione con gli organi e con l'attività di gestione e amministrazione dell'impresa, anche nella continuità del *day-by-day* e per operazioni a carattere prettamente gestorio, estesi, solo per dare una prima esemplificazione, alle decisioni di reclutamento del personale, di remunerazione, di acquisizioni societarie, di elaborazione e lancio di nuovi prodotti, di apertura di stabilimenti produttivi e di selezione delle reti di fornitori.

Una *compliance* forse non più in senso stretto di obbedienza, ma neppure di supplenza a (inesistenti o imperfetti) interventi ad opera dei vari legislatori: quanto invece, e piuttosto, di sollecitazione alla interiorizzazione nei processi decisionali, di organizzazione e di gestione dell'impresa, di valori diversi e ulteriori rispetto a quelli strettamente egoistici dei soci proprietari di imprese complesse strutturate secondo la fattispecie di cui all'art. 2247 c.c.: valori e interessi di cui l'impresa – anche quella a scopo di lucro – non può più oggi dichiararsi e ritenersi eccentrica, dacché la sua legittimazione rimane subordinata all'adozione di assetti organizzativi e di controllo interni, capaci di assicurare un adeguato equilibrio delle diverse *constituencies* coinvolte, tanto intranee quanto estranee.

Questione particolare – e, per vero, già portata all'attenzione da puntuale dottrina – è quella concernente l'interrogativo se i due Comitati, di cui si sta discorrendo, debbano restare distinti ovvero essere accorpati rispetto ai compiti e alle attività di ESG *compliance*, di cui si è cercato di dar conto nei capoversi precedenti. La sensazione e l'opinione di chi scrive vanno decisamente nella prima direzione: ovverosia, ancorché ambedue condividano la medesima natura di comitati interni all'organo amministrativo e molte siano anche le possibili interferenze, soprattutto nel ruolo servente rispetto all'organo medesimo, i due comitati debbano rimanere distinti e debbano altresì esistere entrambi. E ciò in ragione non soltanto della diversità di competenze e professionalità che vengono richieste ai componenti dei due presidi in parola, ma soprattutto – e prima ancora – per la di-

versità ontologica di natura del rischio ESG e dell'approccio ad esso: la sostenibilità, infatti, non è solo un semplice "rischio" ma è essa stessa strumento di "*corporate governance*" là ove (sempre più) diviene un vero e proprio fattore di competitività per l'impresa nel mercato.

E dunque, rispetto al quale – ecco un ulteriore profilo di diversità quanto di rilevanza del momento (autonomo e distinto) di *compliance* a valori ESG – accanto al compito di promozione, sollecitazione e presidio della sostenibilità, la funzione di conformità è chiamata a svolgere un ruolo di garanzia in ordine alla trasparenza e alla completezza dell'informativa – non finanziaria un tempo si sarebbe detto, di sostenibilità oggi si deve parlare – che l'impresa stessa rilascia al, e sul, mercato di riferimento.

Comitato di sostenibilità che – ma questo è davvero il limite estremo e che oggi, in assenza di precise indicazioni e scelte di ordine normativo, non può che essere solo evocato e non distintamente delineato – potrebbe poi divenire il presidio e il momento di interlocuzione, di confronto e di coinvolgimento nei confronti degli stessi *stakeholders* (lavoratori, comunità, agenzie indipendenti, autorità locali) nell'elaborazione di politiche industriali e finanziarie *enlightened* secondo un'ottica di maggior attenzione al coordinamento e alla sintesi delle diverse istanze, aspettative e interessi [31]. E di qui il passo è breve a giungere – secondo presupposti, termini, limiti e condizioni tutti da esplorare e declinare – al coinvolgimento nella *governance* dell'impresa complessa di una *compliance* degli *stakeholders*.

In ogni caso, quale che possano essere l'esistenza e l'evoluzione di questi ultimi, e solo evocati, scenari, per muovere invece alle battute finali, lungo è il cammino che la *compliance* ha già percorso: da momento di mera "educazione", di diffusione della cultura della correttezza gestionale e della legalità all'interno dell'impresa, a momento di presidio della legalità e di obbedienza al precetto formalmente e funzionalmente giustapposto all'organo amministrativo, sino a giungere alla *compliance* quale momento e strumento di *governance*, interno al, e allineato al, l'organo di amministrazione e l'atto gestorio, con funzione istruttoria e di indirizzo rispetto all'alta amministrazione, nei suoi due momenti essenziali. Quello, organizzativo, di configurazione ed elaborazione degli assetti organizzativi adeguati al rispetto della condizione di legittimazione all'esercizio dell'attività economica; quello, *operativo* e strategico, nella individuazione, nella selezione e nella combinazione delle diverse istanze e dei diversi valori capaci di assicurare, là ove opportunamente ordinati e armonizzati, la crescita e il successo sostenibili dell'impresa.

---

[31] Qualche spunto in tal senso in: M. RESCIGNO, *Stakeholders' Interests and Compliance*, in *Corporate Compliance on Global Scale. Legitimacy and Effectiveness*, (nt. 5), 141 ss.; M. PALMIERI, *The Direct and Indirect Effects of Corporate Compliance*, *ivi*, 197 ss.

La riforma della disciplina delle invenzioni accademiche e del settore pubblico: dal *professor's privilege* alla titolarità istituzionale con un passo del Pnrr

The reform of the regulation of academic and public sector inventions: from professor's privilege to institutional ownership with a step of the Pnrr

Francesca Vessia* **

ABSTRACT

Il lavoro analizza le innovazioni apportate all'art. 65 c.p.i. dalla l. n. 102/2023 in tema di invenzioni accademiche e del settore pubblico, con particolare riguardo alla scelta di titolarità istituzionale, partendo dalla prospettiva comparatistica e di analisi del precedente sistema di titolarità individuale e tratteggiando il quadro complessivo delle attività di trasferimento tecnologico nel quale essa si inserisce. La ricerca si concentra successivamente sulla nuova disciplina ed esamina insieme ai problemi esegetici anche alcuni regolamenti universitari (su brevetti e proprietà intellettuale), nel tentativo di dare risposte alle questioni lasciate aperte dalle lacune e di orientare gli atenei nell'aggiornamento dei propri atti interni. Viene prospettata una connessione e circolarità tra i regolamenti sulla proprietà intellettuale, sul conto terzi e sulle società *spin off*, e si segnalano i punti di attenzione dei nuovi contratti di ricerca (collaborativa e in conto terzi), con i principi per la loro redazione contenuti nelle Linee Guida del Mimit.

The paper aims at investigating the innovations brought by the reform of article 65 of the Industrial Property Code by Law no. 102/2023 on academic and public sector inventions, examining in dept the choice of institutional ownership, starting from the comparative per-

* Professoressa ordinaria di diritto commerciale e diritto industriale, Università degli Studi di Bari Aldo Moro; e-mail: francesca.vessia@uniba.it.

** Lo scritto è stato realizzato nell'ambito delle attività del Progetto "Cultural Heritage Active Innovation for Sustainable Society (CHANGES)", spoke 2, finanziato da Next Generation Europe – PNRR per la Missione 4, Componente 2, Investimento 1.3.

spective and analysing the previous system based on the professor's privilege, to then depict the scenario of technology transfer activities within it. Thereafter, the research focuses on the new discipline by examining both some legal issues and some internal academic regulations (on patents and IPRs), attempting to answer the questions opened by the legal blanks and to guide universities in the implementation of this reform at the internal regulatory level. Connections and circularities between internal regulations of intellectual property, third-party research and spin-offs are explored, and points of attention of new research contracts (collaborative and in the interest of third parties) related to dedicated principles included in the Mimit Guidelines are highlighted.

SOMMARIO:

1. Il contesto italiano della riforma 2023. – 2. Il quadro degli interessi e la comparazione sulle scelte di titolarità delle invenzioni accademiche. – 3. *Invention-for-hire doctrine v. professor's privilege*: questioni esegetiche del previgente regime. – 4. Ambito oggettivo e soggettivo di applicazione e il problema delle lacune. – 5. Ulteriori questioni legate all'ambito soggettivo di applicazione della regola di titolarità istituzionale e le possibili soluzioni alle lacune: approcci regolatori e spunti dalle prime esperienze applicative dei regolamenti di Ateneo. – 6. Aspetti procedimentali: obbligo di comunicazione (e termini), pre-screening, procedimento deliberativo e premialità. – 7. I contratti di ricerca: principi delle Linee Guida Mimit e circolarità dei regolamenti di Ateneo su P.I., conto terzi e società *spin off*. – 8. Successione nel tempo di leggi (e regolamenti) e riflessioni conclusive.

1. *Il contesto italiano della riforma 2023.*

Il parlamento italiano ha cancellato il c.d. privilegio del professore a luglio 2023 (con l'art. 3 della l. 24 luglio 2023, n. 102 entrato in vigore il 23 agosto 2023) nel quadro delle riforme rientranti nel piano per la ripresa e la resilienza, precisamente nella Missione 1 Componente 2 (M1C2) del PNRR [1]. Tra gli obiettivi da realizzare con i fondi europei post Covid, infatti, era stato programmato un intervento normativo (già nell'estate del 2021) al fine di garantire «che il potenziale di innovazione contribuis[se] efficacemente alla ripresa e alla resilienza del Paese», nonché per «incentivare l'uso e la diffusione della proprietà industriale (…) facilitare l'accesso ai beni immateriali e la loro condivisione, garan-

[1] L'impegno a portare avanti una riforma sulla proprietà intellettuale compare per la prima volta nella Decisione del Consiglio dell'Unione Europea, Fascicolo Interistituzionale 2021/0168 (NLE), Bruxelles, 8 luglio 2021, 10160/21 ADD 1 REV 2, ECOFIN 645, *Allegato Riveduto della Decisione di Esecuzione del Consiglio relativa all'approvazione della valutazione del piano per la ripresa e la resilienza dell'Italia*. Che la spinta alla riforma dell'art. 65 sia venuta dagli obiettivi del PNRR è segnalato anche da M. GRANIERI, *Fine del* professor's privilege *in Italia*, in *ForoNews*, *Foroitaliano.it*, 21 luglio 2023, 1.

tendo nel contempo un equo rendimento degli investimenti» [2].

Nel piano di ripresa e resilienza approvato dal Consiglio dell'Unione Europea, tuttavia, non era presente ancora in forma dettagliata la modifica dell'art. 65 c.p.i., che invece compare nel (quasi coevo) documento elaborato, durante il governo Draghi, dal Ministero dello Sviluppo Economico – attraverso la Direzione Generale per la tutela della proprietà industriale dell'Ufficio Italiano Brevetti e Marchi (UIBM) – recante *Linee di Intervento Strategiche sulla Proprietà Industriale per il triennio 2021-2023*, dove per la prima volta si palesa come possibile un "ribaltamento" di approccio rispetto alla titolarità delle invenzioni accademiche in capo ai ricercatori. Tale proposta viene avanzata, si legge in quel documento, «per allineare la normativa italiana a quella degli altri Paesi europei, trasferendo la titolarità delle invenzioni realizzate dai ricercatori alla struttura di appartenenza» [3], con il dichiarato scopo di «valorizzare gli esiti della ricerca pubblica promuovendone i brevetti», nella consapevolezza che «la ricerca pubblica italiana contribuisce allo sviluppo di nuove tecnologie in maniera rilevante ma, frequentemente, il suo patrimonio di invenzioni non viene valorizzato per una evidente carenza di risorse dedicate a questa funzione che non consente di veicolare efficacemente l'informazione necessaria verso le imprese» [4].

Poi cade il governo Draghi e il lavoro fatto fino ad allora, che sembrava perduto, viene ripreso con vigore e (finanche) procedura d'urgenza dal governo Meloni, per garantire il completamento della riforma entro il 2023 (come da calendario iniziale della Decisione di esecuzione del Consiglio UE per il PNRR) [5], anche allo scopo di consentire l'attuazione del successivo obiettivo, già programmato nel PNRR (Missione 1, Componente 2, Investimento 6) [6], di finanziare progetti in favore delle imprese e degli organismi di ricerca connessi alla proprietà industriale entro il 2025.

Si può dire che il grande movimento di opinione che la comunità accademica aveva alimentato in vent'anni di critiche [7] al sistema della titolarità personale delle

---

[2] Cfr. Decisione del Consiglio dell'Unione Europea, (nt. 1), 131.

[3] Cfr. *Linee di Intervento Strategiche sulla Proprietà Industriale per il triennio 2021-2023*, elaborate dal Ministero dello Sviluppo Economico e adottate con d.m. 23 giugno 2021, 8.

[4] *Linee di Intervento Strategiche sulla Proprietà Industriale per il triennio 2021-2023*, cit., 19.

[5] Cfr. *Allegato Riveduto della Decisione di Esecuzione del Consiglio relativa all'approvazione della valutazione del piano per la ripresa e la resilienza dell'Italia*, cit., 140. Tali tempistiche sono state ribadite nel dossier preparato dal Servizio Studi della Camera e del Senato, XIX Legislatura, sulla proposta di modifica al Codice della Proprietà Industriale, AC1134, del 9 maggio 2023, 6, che indica nel terzo trimestre dell'anno 2023 il calendario indicativo per il raggiungimento del traguardo, ossia l'entrata in vigore del nuovo codice della proprietà industriale e dei relativi provvedimenti attuativi.

[6] Cfr. *Allegato Riveduto della Decisione di Esecuzione del Consiglio*, (nt. 1), 141 e dossier succitato, 6.

[7] Tra molti, si segnalano i lavori di M. Ricolfi, *Le invenzioni brevettabili e ricerca universitaria e ospedaliera*, in *Dir. ind.*, 1998, 10 ss.; G. Sena, *Una norma da riscrivere*, in *Riv. dir. ind.*, 2001, I,

invenzioni accademiche ha condotto all'agognato risultato solo grazie al Covid e ad un passo (cruciale) del PNRR, con il suo ponderoso piano di finanziamento per la ricerca (anche) pubblica.

A ben vedere non si tratta della perdita di un privilegio per i docenti universitari, quanto piuttosto di una epocale sistematica riforma che vede le università pubbliche e private (purché legalmente riconosciute), gli enti pubblici di ricerca (d'ora innanzi EPR), e gli istituti di ricovero e cura a carattere scientifico (o IRCCS), rafforzare la loro attività di Terza Missione [8], con la previsione di un di-

243 ss.; M. LIBERTINI, *Appunti sulla nuova disciplina delle «invenzioni universitarie»*, in *Foro it*., 2002, I, 2170 ss.; ID., *I centri di ricerca e le invenzioni dei dipendenti nel codice della proprietà industriale*, in *Riv. dir. ind.*, 2006, 49 ss.; V. DI CATALDO, *Le invenzioni delle università. Regole di attribuzione dei diritti, regole di distribuzione dei proventi, e strumenti per il trasferimento effettivo delle invenzioni al sistema delle imprese*, in *Riv. dir. ind.*, 2002, I, 337 ss.; L.C. UBERTAZZI, *Le invenzioni dei ricercatori universitari*, in *Studi di diritto industriale in onore di A. Vanzetti*, Milano, Giuffrè, 2004, II, 1727 ss.; M. GRANIERI, *Circolazione (mancata) dei modelli e ricerca delle soluzioni migliori. Il trasferimento tecnologico dal mondo universitario all'industria e la nuova disciplina delle invenzioni d'azienda*, in *Riv. dir. ind.*, 2002, I, 66; ID., *La disciplina delle invenzioni accademiche nel Codice della Proprietà industriale*, in *Dir. ind.*, 2005, 29 ss.; ID., *La gestione della proprietà intellettuale nella ricerca universitaria*, Bologna, Il Mulino, 2010; L. RINALDI, *Le invenzioni industriali e gli altri prodotti dell'ingegno dei dipendenti e dei ricercatori universitari alla luce del nuovo codice della proprietà industriale*, in *Riv. dir. ind.*, 2005, I, 432 ss.; E. AREZZO, *La tutela e la valorizzazione della ricerca universitaria in tempi di crisi*, in *Riv. dir. ind.*, 2013, 148; ID., *Le invenzioni dei dipendenti e su commessa*, in *Proprietà intellettuale e concorrenza. Corso di diritto Industriale2*, a cura di G. GHIDINI, G. Cavani, Bologna, Zanichelli, 2022, 48 ss.; C. DEL RE, *Il modello di titolarità dei risultati della ricerca universitaria come parametro di efficienza del trasferimento tecnologico accademico: la preferibilità del modello di titolarità* istituzionale, in *Riv. dir. ind.*, 2016, I, 272 ss.; F. PISANI, *I diritti dei ricercatori universitari sulle invenzioni finanziate,* in *Variazioni su Temi di Diritto del Lavoro*, 2019 (numero straordinario), 1807 ss.; A. OTTOLIA, *sub* art. 65 c.p.i., in *Commentario breve alle leggi su Proprietà intellettuale e Concorrenza*, diretto da L.C. UBERTAZZI, Padova, Cedam, 2019, 497 ss.; G. REMOTTI, *Le configurazioni delle situazioni di appartenenza sui risultati della ricerca universitaria tra libertà di ricerca e nuove dinamiche concorrenziali tra gli atenei*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 923.

Uno degli Autori che ha sempre plaudito al sistema del *professor's privilege* è G. FLORIDIA, *Le invenzioni universitarie*, in *Dir. ind.*, 2007, 313; a questa deve aggiungersi la posizione di A. MUSSO, *Recenti sviluppi normativi sulle invenzioni "universitarie" (con alcune osservazioni sul regime delle altre creazioni immateriali)*, in *Studi in Onore di Adriano Vanzetti*, II, Milano, Giuffrè, 2004, 1080, che non è mai stata critica rispetto alla scelta del 2001, dichiarando che non meritasse le critiche che le erano state mosse.

[8] La Terza Missione viene definita come «propensione delle strutture all'apertura verso il contesto socio-economico, esercitato mediante la valorizzazione e il trasferimento delle conoscenze», includendo oltre all'attività brevettuale e alle imprese *spin off*, l'attività di ricerca/consulenza conto terzi, la partecipazione a incubatori di imprese e a consorzi di trasferimento tecnologico, gli scavi archeologici, i poli museali e le altre attività di terza missione non riconducibili ad attività conto terzi. Questa definizione è contenuta nel Bando ANVUR di partecipazione alla VQR 2004-2011.

Sulla relazione tra Terza Missione e trasferimento tecnologico si rimanda a G. CONTI, M. GRANIERI, A. PICCALUGA, *La gestione del trasferimento tecnologico. Strategie, modelli e strumenti*, Milano, Springer-Verlag Italia, 2011, *passim*, spec. 4-5.

ritto che, però, implica anche un dovere di valorizzazione dei risultati delle ricerche e degli assetti immateriali da questi derivanti, in cambio della titolarità istituzionale dei diritti patrimoniali (al brevetto e di brevetto) scaturenti dalle invenzioni. A riprova di ciò, quasi tutti i regolamenti accademici sulla proprietà intellettuale (adottati dopo la riforma 2023) hanno introdotto un esplicito obbligo di, talvolta denominato come "impegno alla", valorizzazione e promozione dei brevetti e degli altri risultati della ricerca da parte degli atenei [9].

La questione della titolarità dei risultati della ricerca accademica – estesa a tutto il settore della ricerca pubblica ed equiparata – non è riducibile esclusivamente ad un modello di efficiente allocazione delle risorse e dei diritti sulle privative industriali. Vero è che il legislatore ha voluto equiparare gli organismi di ricerca alle imprese private quanto al regime proprietario sui beni immateriali (sebbene vi siano differenze tra le due discipline, che saranno opportunamente evidenziate nel prosieguo), ma questa scelta porta con sé una sostanziale differenza tra i due sistemi di ricerca (privata e pubblica): ciò che per il privato è un diritto connesso ai beni aziendali immateriali (*i.e.* la massimizzazione degli investimenti in P.I.) non conculcabile né coartabile, alla luce della libertà di iniziativa economica privata [10] e della connessa libertà di organizzazione dell'impresa se non in caso di contrasto con l'utilità sociale [11], per gli enti pubblici, per contro, diventa un *dovere istituzionale* di valorizzare i risultati della ricerca scientifica (c.d. terza missione), anche in ragione

[9] Tra molti si rimanda ai regolamenti delle Università di Torino (art. 14) e di Bari (art. 21).

[10] Sulla libertà di iniziativa economica si rimanda a F. GALGANO, *La libertà di iniziativa economica privata nel sistema delle libertà costituzionali*, in *La Costituzione economica*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. econ*., diretto da F. GALGANO, I, Padova, Cedam, 1977, 511; ID., *sub* art. 41, in *Commentario della Costituzione. Rapporti economici*, a cura di G. BRANCA, II, Bologna-Roma, Zanichelli-Il Foro italiano, 1982, 1-68; M. LIBERTINI, *Il mercato: i modelli di organizzazione*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. econ.* diretto da F. GALGANO, III, Padova, Cedam, 1979, 470; ID., *Lezioni di diritto industriale*, Napoli, ESI, 2016, 110 (ristampa dell'edizione di Catania, I e II, 1977-1979); e dopo la riforma costituzionale del 2022 (L. Cost. 11 febbraio 2022, n. 1) cfr. M. LIBERTINI, *Gestione "sostenibile" delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *Contr. e impr.*, 2023, 54 ss.; F. FIMMANÒ, *Art. 41 della Costituzione e valori ESG: esiste davvero una responsabilità sociale dell'impresa?*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 777 ss. spec. 781 ss.; S. AMBROSINI, *La libertà d'iniziativa economica privata e i suoi limiti*, in *L'impresa nella Costituzione*, a cura di S. AMBROSINI, Bologna, Zanichelli, 2024, 21 ss. spec. 30 ss.

[11] Laddove la libertà di organizzazione dell'impresa implica anche la facoltà di esercitare l'impresa provocando danni al proprio patrimonio aziendale, ma l'ordinamento costituzionale si preoccupa del fatto che l'impresa non vada ad arrecare danni alla salute, all'ambiente, alla sicurezza, alla libertà e alla dignità umana, imponendo limitazioni e talvolta un bilanciamento tra valori costituzionali eterogenei, cfr. oltre agli Autori citati nella precedente nota anche U. NATOLI, *Limiti costituzionali dell'autonomia privata nel rapporto di lavoro*, Napoli, ESI, 1955, 88; S. CASSESE, *Proprietà e impresa nella Costituzione*, II, Ancona, Università degli Studi di Urbino, 1966, 144; e con riguardo al noto caso dell'acciaieria *Ilva* di Taranto, cfr. F. FIMMANÒ, *Art. 41 della Costituzione*, (nt. 10), 791 ss.; S. AMBROSINI, *La libertà d'iniziativa economica*, (nt. 10), 36 ss.

del controllo periodico che l'Anvur effettua sulle attività di Terza Missione [12], per non disperdere il valore dei propri beni immateriali, la cui natura di beni pubblici potrebbe provocare anche una responsabilità erariale degli amministratori, funzionari e dipendenti delle amministrazioni universitarie e degli altri enti pubblici coinvolti [13].

Non vi è chi non veda in questo una vera "rivoluzione culturale" portata dalla novella dell'art. 65 e dal nuovo art. 65-*bis* c.p.i. (d.lgs. n. 30/2005), sul potenziamento degli Uffici per il Trasferimento Tecnologico, che ha come sottostante un modello consapevole di "università imprenditoriale" [14] operante secondo una lo-

---

[12] La valutazione della Terza Missione rientra tra i compiti istituzionali dell'ANVUR, come indicato all'art. 3, primo comma, d.p.r. 1° febbraio 2010. Il Decreto del Ministro dell'Istruzione, dell'Università e della Ricerca del 15 luglio 2015 n. 17 che istituiva la Valutazione della Qualità della Ricerca (VQR) 2004-2011, includeva la valutazione delle attività di trasferimento tecnologico, in particolare brevetti e *spin off* (art. 6, primo comma, art. 8, secondo comma e art. 11, primo comma).

Con l'introduzione del sistema di Autovalutazione, Valutazione periodica e Accreditamento (AVA) degli atenei la terza missione entra a pieno titolo nelle attività valutabili. Già il Decreto del Ministro dell'Istruzione, dell'Università e della Ricerca del 30 gennaio 2013 n. 47, definiva all'Allegato E gli Indicatori e parametri per la valutazione periodica della ricerca e della terza missione. Il successivo Decreto del Ministro dell'Istruzione, dell'Università e della Ricerca del 12 dicembre 2016 n. 987 include un requisito specifico relativo alla «qualità della ricerca e della terza missione (Allegato C). Per ulteriori approfondimenti si rimanda al sito istituzionale dell'ANVUR: https://www.anvur.it/attivita/temi/riferimenti-normativi/.

[13] Il sistema normativo sulla responsabilità erariale dei funzionari e dipendenti pubblici è composito. Si devono tenere in considerazione almeno tre diverse previsioni di legge oltre alla disciplina civilistica generale sul risarcimento del danno artt. 1223 c.c. ss.). In particolare, l'art. 82, della legge generale di contabilità, r.d. 18 novembre 1923, n. 2440, recita: «L'impiegato che, per azione od omissione, anche solo colposa, nell'esercizio delle sue funzioni, cagioni danno allo Stato, è tenuto a risarcirlo». Inoltre, l'art. 52 t.u. delle leggi sulla Corte dei conti, r.d. 12 luglio 1934, n. 1214, recita: «I funzionari, impiegati ed agenti, civili e militari, compresi quelli dell'ordine giudiziario e quelli retribuiti da Amministrazioni, Aziende e Gestioni statali ad ordinamento autonomo, che nell'esercizio delle loro funzioni, per azione od omissione imputabili anche a sola colpa o negligenza, cagionino danno allo Stato o od altra Amministrazione dalla quale dipendono, sono sottoposti alla giurisdizione della Corte nei casi e modi previsti dalla legge sull'amministrazione del patrimonio e sulla contabilità generale dello Stato e da leggi speciali». Infine, l'art. 18, primo comma, Statuto degli impiegati civili dello Stato, d.p.r. 10 gennaio 1957, n. 3, prevede l'obbligo per i dipendenti pubblici di risarcire, l'amministrazione dei «danni derivanti da violazione di obbligo di servizio».

Si esprime in termini di possibile danno erariale anche M. GRANIERI, *Tra concorrenza e isomorfismo normativo: la nuova disciplina delle invenzioni della ricerca (pubblica?)*, in *Foro it*., 2023, V, 383.

[14] Come preconizzato quasi trent'anni fa da B.R. CLARK, *Creating Enterpreneurial Universities, Organizational Pathways of Transformation*, 1998, Oxford, Pergamon/Elsevier Science, 4 e *passim*; ID., *Sustaining Change in Universities: Continuities in Case Studies and Concepts*, 2004, Berkshire, England, Open University Press, *passim*; questa idea è stata successivamente coltivata in molti studi sociologici, politico-sociali ed economici, tra cui quelli di R. J.W. TIJSSEN, *Universities and industrially relevant science: Towards measurement models and indicators of entrepreneurial orientation*, in *Research Policy*, 2006, 35, 1569-1585; C. BRATIANU, S. STANCIU, *An Overview of Present Research Related to Entrepreneurial University*, in *Management & Marketing*, 2010, 5, no. 2, 117-

gica di competizione nell'assegnazione dei finanziamenti pubblici (nazionali ed euro-unitari) [15].

Che ci sia, alla base della riforma, la convinzione di un fallimento del precedente sistema proprietario basato sul motto "invenzioni agli inventori" (radicato nella *invention-for-hire doctrine*) e l'ammissione dell'errore storico concepito ventidue anni fa è nei fatti, come lo è la volontà di uniformare l'Italia al sistema dominante negli altri Paesi dell'Unione Europea in relazione alla titolarità istituzionale delle invenzioni accademiche, che trova anche esplicita conferma nelle succitate *Linee di Intervento Strategiche sulla Proprietà Industriale per il triennio 2021-2023* del MISE.

2. *Il quadro degli interessi e la comparazione sulle scelte di titolarità delle invenzioni accademiche.*

Occorre prendere le mosse da una breve analisi di contesto e comparativa, per comprendere quali siano i diversi approcci culturali e ideologici sottostanti alle scelte sulla titolarità delle invenzioni accademiche.

Come noto, la regola del privilegio accademico è stata introdotta in Germania (prima in Europa), per via giurisprudenziale a fine '800 e poi nel 1957 mediante disposizione di legge [16], a presidio della libertà di insegnamento e ricerca (tale collegamento è presente anche dall'art. 33 Cost. italiana), in un contesto in cui l'*Hochschullehrerprivileg* risultava strumentale alla concezione (all'epoca dominante nel mondo e tutt'ora molto radicata nella cultura occidentale) della ricerca pubblica in funzione della produzione di conoscenza pubblica, libera e a servizio della collettività [17]. Lontane erano le idee sia di università-imprese concorrenti tra

134. In Italia tra i giuristi che hanno segnalato l'importanza del cambio di paradigma indotto dall'autonomia finanziaria delle università e dalla conseguente necessità di massimizzare economicamente anche i risultati della ricerca istituzionale quale ulteriore fonte di entrate, si segnala A. MUSSO, *Recenti sviluppi normativi*, (nt. 7), 1063 e M. GRANIERI, *Di università imprenditoriale, società «spin-off» e finalità istituzionali dell'ente*, in *Foro it.*, 2011, III, 385.

[15] Un'analisi lucida di questo cambiamento, che segue le linee di finanziamento degli atenei italiani, viene condotta da G. REMOTTI, *Le configurazioni*, (nt. 7), 946 ss.

[16] Per un'analisi dettagliata dell'evoluzione giurisprudenziale e legislativa in Germania, cfr. G. REMOTTI, *Le configurazioni*, (nt. 7), 926-931.

[17] Cfr. M. GRANIERI, *Circolazione (mancata)*, (nt. 7), 66-67 e nt. 17 e 82 ss., ID., *La disciplina*, (nt. 7), 35 e nt. 42, il quale riferisce del dibattito svoltosi durante i lavori preparatori della riforma statunitense secondo cui l'incentivo della remunerazione derivante dalla titolarità del brevetto avrebbe la sua logica soltanto per la ricerca nel settore privato, in ragione della sopportazione del rischio di fallimento delle sperimentazioni, e non anche nel settore pubblico, in cui il rischio è internalizzato per effetto dell'imposizione fiscale. Da qui l'idea che «i risultati della ricerca pubblica dovrebbero essere fruiti liberamente dai contribuenti».

Contro l'idea della ricerca pubblica come produttiva di conoscenza pubblica, pertanto libera da

loro (per l'aggiudicazione di risorse finanziarie e degli studenti) sia di uno sfruttamento degli *assets* immateriali secondo logiche aziendalistiche e lucrative: mancava la cultura della proprietà intellettuale nelle università europee nel dopo guerra, e mancavano le risorse, umane e finanziarie, insieme alle competenze sulla proprietà intellettuale e sul *knowledge transfer*, necessarie alla valorizzazione dei risultati della ricerca. Tradizionalmente la ricerca finanziata con (scarse) risorse pubbliche doveva esitare in pubblicazioni scientifiche, funzionali alla progressione di carriera dei ricercatori e docenti, e alla crescita della scienza [18]; di conseguenza, le invenzioni che si brevettavano erano poche e per lo più destinate a restare inutilizzate sul piano commerciale.

Un quadro completamente diverso si presentava nel secondo dopoguerra al di là dell'Atlantico, dove si registrava, per un verso, un incremento significativo degli investimenti federali alla ricerca scientifica accademica, sebbene ciò non avesse prodotto quella (sperata) accelerazione dei processi di trasferimento tecnologico, grazie ai quali i risultati delle ricerche universitarie avrebbero dovuto raggiungere le industrie e trovare sbocco sul mercato: solo il 5% dei brevetti accademici veniva licenziato all'industria [19]. In questa cornice, il varo del c.d. *Bayh-Dole Act* nel 1982 (*Patent and Trademark Law Amendments Act*) [20] ha rappresentato il volano per la promozione del trasferimento tecnologico oltre che la leva per un incremento significativo (in termini quantitativi ma anche qualitativi) delle domande di brevetto presentate dalle università, grazie all'introduzione della titolarità istituzionale e del trasferimento del diritto al brevetto dall'istituzione finanziatrice (le autorità federali) alle istituzioni finanziate (le singole università) [21]. L'obiettivo della riforma fu centrato soprattutto grazie alla crescita numerica degli uffici per il trasferimento tecnologico e allo sviluppo di un'alleanza strategica tra università e industria negli anni immediatamente successivi [22].

Certamente, fonte di ispirazione per il legislatore italiano oltre al *Bayh-Dole Act* è stata anche l'esperienza del *Gesetz über Arbeitnehmererfindungen* tedesco del 2002, indicato con l'acronimo *ArbnErfG*, che ha soppiantato il privilegio accademico con la titolarità istituzionale delle invenzioni universitarie, sul presup-

---

esclusive e privative, v. R. PENNISI, *L'attività inventiva dei ricercatori universitari. Strumenti di finanziamento, sfruttamento dei risultati e spin-off accademico*, in *Annali Seminario Giuridico*, 2004, Milano, Giuffrè, 425.

[18] L.C. UBERTAZZI, *Le invenzioni dei ricercatori*, (nt. 7), 1736.

[19] Sulla evoluzione statunitense prima del varo del *Bayh-Dole Act* nel 1982, si rimanda a M. GRANIERI, *Circolazione (mancata)*, (nt. 7), 64-65; ID., *La gestione*, (nt. 7), 47-55.

[20] Su cui si rimanda a M. GRANIERI, *Circolazione (mancata)*, (nt. 7), 67 ss.; ID., *La gestione*, (nt. 7), 55-68; G. REMOTTI, *Le configurazioni*, (nt. 7), 932-936.

[21] M. GRANIERI, *Circolazione (mancata)*, (nt. 7), 66.

[22] M. GRANIERI, *Circolazione (mancata)*, (nt. 7), 67.

posto che l'invenzione non potesse essere ascritta (esclusivamente) al merito individuale di un singolo ricercatore, bensì al contributo collettivo e organizzativo complessivo che le aziende private, come quelle pubbliche, erano (e sono) in grado di fornire ai ricercatori grazie al proprio "ecosistema intellettuale" [23], che rende razionale l'attribuzione della titolarità al soggetto che organizza e finanzia la ricerca [24] (e spesso detiene anche il *know how*). Secondo questa impostazione, chi investe nella ricerca deve essere anche preposto istituzionalmente a valorizzare e commercializzare i propri *assets* immateriali risultati della ricerca stessa, sia perché dotato di risorse finanziarie maggiori rispetto al singolo ricercatore, sia perché in grado di equipaggiarsi con uffici a ciò preposti che promuovono l'attività di ricerca senza distogliere i ricercatori dalla loro missione principale [25].

Allargando lo sguardo agli altri Stati europei, l'abrogazione del sistema basato sul *professor's privilege* e l'introduzione del sistema di titolarità istituzionale, già prima della Germania, era stato adottato nel Regno Unito nel 1977, con il *Patent Act*, in Francia nel 1980, con il *Code de la propriété intellectuelle, article L. 611-7* [26], e in Danimarca nel 1999, con l'*Act no*. 347/1999 *on inventions at public research institutions* [27]; mentre contemporaneamente o successivamente alla Germania lo stesso regime (di titolarità istituzionale) è stato introdotto anche in Austria, Norvegia, Finlandia e Spagna [28].

Per contro in Svezia, con il *Patent Act* del 1949, venne introdotto il regime del *professor's privilege*, meglio noto come *teacher's exemption*, essendo concepito come deroga rispetto alle invenzioni dei dipendenti privati, che è tutt'ora in

---

[23] L'espressione è mutuata da G. Conti, M. Granieri, A. Piccaluga, *La gestione*, (nt. 8), 23.

[24] Cfr. M. Libertini, *Appunti*, (nt. 7), 2171; V. Di Cataldo, *Le invenzioni delle università*, (nt. 7), 344-345; M. Granieri, *La disciplina*, (nt. 7), 36; A. Pagani, M. Stucchi, *Invenzioni dei dipendenti e creazioni dei dipendenti: due discipline a confronto*, in *Dir. ind.*, 2022, 509 ss.; R. Pennisi, *L'attività inventiva*, (nt. 17), 426 e nt. 4.

[25] La considerazione, del tutto logica e condivisibile, è di M. Granieri, *La gestione*, (nt. 7), 188.

[26] La succitata disposizione francese prevede un unico regime per i dipendenti privati, che ai sensi del quinto comma si estende anche ai rappresentanti dello Stato, alle pubbliche amministrazioni e ad ogni altro soggetto giuridico disciplinato dal diritto pubblico. Il testo del 1980 è stato modificato e consolidato, pur confermando la precedente opzione normativa con *l'article 35 de l'Ordonnance* n° 2019-964, del 18 settembre 2019, in vigore dal 1° gennaio 2020.

[27] *Act* no. 347/1999 *on inventions at public research institutions* è stato consolidato nel successivo Act No. 210 of 17 March 2009.

[28] Si rimanda, per essi, all'analisi comparativa condotta da S. Lopopolo, *Il contratto di licenza per il trasferimento di tecnologie nel settore pubblico e privato*, Tesi di Dottorato, Università degli Studi di Bari Aldo Moro, 2022, 41-52. Ulteriori spunti comparativi vengono forniti da M. Ricolfi, *Le invenzioni brevettabili*, (nt. 7), 10 ss.; L.C. Ubertazzi, *Le invenzioni dei ricercatori*, (nt. 7), 1738; Lissoni and others, *Academic Patenting in Europe: New Evidence from the KEINS Database*, in *Reserach Avaluation*, June 2008, *passim*; M. Granieri, *La gestione*, (nt. 7), 47 ss. e 168 ss.; C. Del Re, *Il modello di titolarità*, (nt. 7), 273 ss.

vigore [29]. Tuttavia, va sottolineata la tendenza maggioritaria in favore di un trattamento identico, e tra loro assimilato, delle invenzioni dei dipendenti nel settore privato e in quello pubblico [30], con le sole eccezioni di Svezia e Italia (fino alla riforma 2023).

Non è un caso che la scelta massiva degli ordinamenti europei in favore della titolarità istituzionale delle invenzioni dei ricercatori pubblici sia andata di pari passo con lo sviluppo di una politica euro-unitaria di promozione delle collaborazioni tra università e imprese, volta a migliorare la competitività nel campo dell'innovazione e della ricerca nello spazio Europeo (secondo la c.d. strategia di Lisbona) [31], e con il cambio di paradigma delle università come *imprese di servizi* [32], tra loro concorrenti nel mercato dei prodotti culturali, didattica e ricerca, ma soprattutto di Terza Missione, includendo in essa il trasferimento tecnologico.

3. Invention-for-hire doctrine v. professor's privilege*: questioni esegetiche del previgente regime.*

Per meglio orientarsi nell'analisi del novellato art. 65, è opportuno brevemente richiamare i problemi sollevati dalla disciplina previgente.

In primo luogo, il privilegio del professore era stato introdotto con la l. 18 ottobre 2001 n. 383 (contente *Primi interventi per il rilancio dell'economia*) in attuazione del c.d. "pacchetto Tremonti" o "pacchetto dei cento giorni" in sostituzione dell'art. 34 t.u. sulle disposizioni concernenti lo Statuto degli impiegati civili dello Stato (d.p.r. 10 gennaio 1957, n. 3), che recava disposizioni del tutto simili a quelle previste dalla Legge sulle Invenzioni (r.d. 29 giugno 1939, n. 1127), in specie dagli artt. 23 e 24 sulle invenzioni dei dipendenti privati, già all'epoca classificate nella attuale tripartizione: invenzioni di servizio, d'azienda e occasionali. La scelta serviva a rilanciare un sistema ritenuto inefficiente, a causa dell'inerzia e della strutturale inadeguatezza delle università nel tutelare e sfruttare le invenzioni [33], che tuttavia era imputabile non al disinteresse delle istituzioni acca-

[29] Nel SFS 1949:345: §1, si colloca la c.d. *teacher's exemption*: «*Teachers at universities, colleges or other establishments that belong to the system of education should not be treated as employees in the scope of this law*».

[30] Cfr. L.C. UBERTAZZI, *Le invenzioni dei ricercatori*, (nt. 7), 1738.

[31] Cfr. S. LOPOPOLO, *Il contratto di licenza per il trasferimento di tecnologie nel settore pubblico e privato*, (nt. 28), 14 ss.

[32] In tal senso già vent'anni fa si esprimeva L.C. UBERTAZZI, *Le invenzioni dei ricercatori*, (nt. 7), 1735 e sostanzialmente anche R. PENNISI, *L'attività inventiva dei ricercatori universitari.*, cit., 424, il quale si riferisce alla valorizzazione dei risultati come ad una forma di "pubblicità" per le università in grado di attirare «nuovi finanziamenti e nuovi studenti».

[33] Cfr. M. LIBERTINI, *Appunti*, (nt. 7), c. 2172; ID., *I centri di ricerca*, (nt. 7), 60; A. MUSSO, *Re-*

demiche bensì alle carenze organizzative e finanziarie (come emerso successivamente dalle analisi condotte da ricercatori *Netval*) [34] e alla farraginosità della normativa. Difatti, erano ancora pochi e male organizzati negli atenei italiani gli Uffici per il Trasferimento Tecnologico (UTT o *Technology Transfer Office* – TTO), come anche scarse le competenze e la specializzazione sulla proprietà intellettuale [35]; inoltre, il processo di brevettazione appariva complicato in ragione delle difficoltà di qualificazione delle fattispecie inventive del settore pubblico secondo la tripartizione tipicamente privatistica (invenzioni di servizio, aziendali e occasionali) che mal si attagliava al sistema della ricerca accademica [36], articolato piuttosto in ricerca autonoma, collaborativa o su commissione.

Per contro, l'attribuzione della titolarità individuale delle invenzioni fu reputata una scelta di responsabilizzazione degli autori/inventori, che avrebbe creato un incentivo forte alla brevettazione muovendo dall'interesse personalistico di ciascun ricercatore ad ottenere un ritorno economico diretto e immediato [37]. L'idea, però, si scontrava con una pluralità di problemi sia giuridici sia applicativi ed è stata smentita nei fatti [38].

---

centi sviluppi, (nt. 7), 1081; M. GRANIERI, *La disciplina*, (nt. 7), 34; L.C. UBERTAZZI, *Le invenzioni dei ricercatori*, (nt. 7), 735 ss.; E. AREZZO, *La tutela*, (nt. 7), 150; A. OTTOLIA, in AA.VV., *Lineamenti di diritto industriale*, Milano, Giuffrè, 2024, 457.

[34] C. BALDERI, G. CONTI, M. GRANIERI, A. PICCALUGA, *Eppur si muove! Il percorso delle università italiane nelle attività di brevettazione e* licensing *dei risultati della ricerca scientifica*, in *Economia dei Servizi*, 2010, 209 ss.

[35] Cfr. V. DI CATALDO, *Le invenzioni delle università*, (nt. 7), 338-339. La riprova del fatto che la causa del basso numero di brevetti accademici era imputabile a ragioni organizzative e non a inerzia degli atenei viene ben evidenziata da M. GRANIERI, *La disciplina*, (nt. 7), 34-35, il quale sottolinea che il *trend* si è invertito e le università hanno iniziato una non trascurabile attività brevettuale, quando è subentrata l'autonomia disciplinare, finanziaria e organizzativa degli atenei.

[36] La dottrina si divide(va) tra coloro che ravvisa(va)no sempre possibile il rapporto di servizio tra ricercatore e università in termini di contratto con "oggetto inventivo" in senso ampio, con conseguente applicazione della fattispecie delle invenzioni di servizio di cui all'art. 64, primo comma, c.p.i. (così L.C. UBERTAZZI, *Le invenzioni dei ricercatori*, (nt. 7), 1733) e per contro coloro che ritenevano per lo più che la disciplina delle invenzioni di servizio non fosse mai applicabile ai ricercatori universitari, assunti certamente per fare ricerca ma senza alcun obbligo "inventivo", preferendo qualificare il risultato inventivo dei ricercatori pubblici come invenzioni aziendali (cfr. M. LIBERTINI, *Appunti*, (nt. 7), cc. 2170-2171; V. DI CATALDO, *Le invenzioni delle* università, (nt. 7), 338; L. RINALDI, *Le invenzioni industriali*, (nt. 7), 440).

Dissente da questa critica, ma rileva, altresì, le difficoltà di qualificazione delle invenzioni come "universitarie" in alcuni casi specifici (di docenti a tempo definito, di attività inventiva realizzata al di fuori del settore scientifico-disciplinare proprio di un docente o fuori dai locali dell'università) A. MUSSO, *Recenti sviluppi*, (nt. 7), 1093-1094.

[37] In tal senso difende la scelta legislativa A. MUSSO, *Recenti sviluppi*, (nt. 7), 1081; critici, invece, M. GRANIERI, *La disciplina*, (nt. 7), 34 e E. AREZZO, *La tutela*, (nt. 7), 149 ss.

[38] Nell'analisi condotta a dodici anni dall'introduzione del *professor's privilege* in Italia da E. AREZZO, *La tutela*, (nt. 7), 154-161, emerge che la crescita numerica dei brevetti accademici dal

Si accusava, in primo luogo, di voler trasferire l'inefficienza degli uffici e dell'organizzazione degli atenei sui singoli ricercatori, i quali però non avrebbero mai potuto valorizzare adeguatamente i risultati della propria ricerca, non essendo dotati né di mezzi finanziari né di mezzi organizzativi adeguati [39]; così facendo si alimentava una vistosa disparità di trattamento, costituzionalmente rilevante (art. 3 Cost.), tra i dipendenti privati e quelli del settore pubblico [40].

Inoltre, si attribuiva per legge agli atenei l'autonomia regolamentare nella gestione dei contratti di licenza (con il potere di determinare l'«importo massimo del canone […] nonché ogni ulteriore aspetto dei rapporti reciproci») addebitando loro la scarsa capacità di negoziazione con le imprese e con le istituzioni di ricerca straniere, nella fase di stipulazione delle licenze d'uso dei brevetti. Ciò si doveva al fatto di aver assegnato un'attività negoziale in rappresentanza degli inventori a soggetti (le università) privi per legge della titolarità delle invenzioni del proprio personale dipendente [41]. Da questa scelta era derivato l'effetto di un depotenzia-

---

2004 al 2010 non è stata dovuta alla modifica del regime di titolarità, quanto piuttosto all'aumento del numero degli uffici universitari per il trasferimento tecnologico e all'accresciuta consapevolezza degli atenei sul valore strategico dei beni immateriali, comprovato dall'aumento dei regolamenti per la gestione dei brevetti o della proprietà intellettuale, come dimostrato anche da C. BALDERI, G. CONTI, M. GRANIERI, A. PICCALUGA, *Eppur si muove!*, (nt. 34), 209 ss.

Inoltre, un altro studio condotto dai ricercatori del centro CESPRI dell'Università Bocconi ha fatto emergere che già nel 2001 il numero dei brevetti per invenzioni nate in contesto accademico era cospicuo e confrontabile con quelli delle università statunitensi, sebbene la loro titolarità fosse in maniera preponderante concentrata nelle mani delle imprese (72% alle imprese contro l'8,9% agli inventori, il 10,6% agli atenei e l'8,6% ai centri di ricerca pubblici diversi dalle università): S. BRESCHI, A DELLA MALVA, F. LISSONI, F. MONTOBBIO, *L'attività brevettuale dei docenti universitari: l'Italia in un confronto internazionale*, in *Economia e Politica Industriale*, 2007, 43 ss. spec. 49.

[39] Il dato risulta essere frutto di constatazione empirica, ed è stato evidenziato da pressoché tutti gli Autori, tra cui cfr. V. DI CATALDO, *Le invenzioni delle università,* (nt. 7), 350-351; R. PENNISI, *L'attività inventiva*, (nt. 17), 429; E. AREZZO, *La tutela*, (nt. 7), 156; A. VANZETTI, V. DI CATALDO, M.S. SPOLIDORO, *Manuale di diritto industriale*[9], Milano, Giuffrè, 2021, 438; C. DEL RE, *Il modello di titolarità*, (nt. 7), 286 ss.

[40] Cfr. G. SENA, *Una norma da riscrivere*, (nt. 7), 243; M. GRANIERI, *Circolazione (mancata)*, (nt. 7), 80-81; ID., *La disciplina*, (nt. 7), 35; L.C. UBERTAZZI, *Le invenzioni dei ricercatori*, (nt. 7), 1738; L. RINALDI, *Le invenzioni industriali*, (nt. 7), 440; A. OTTOLIA, *sub* art. 65 c.p.i., (nt. 7), 498; A. VANZETTI, V. DI CATALDO, M.S. SPOLIDORO, *Manuale*[9], (nt. 39), 439; C. DEL RE, *Il modello di titolarità*, (nt. 7), 282.

[41] Cfr. G. SENA, *Una norma da riscrivere*, (nt. 7), 245; V. DI CATALDO, *Le invenzioni delle università*, (nt. 7), 340-341; M. GRANIERI, *Circolazione (mancata)*, (nt. 7), 82; ID., *La disciplina*, (nt. 7), 33-34, il quale osserva che anche alla luce dell'ampia autonomia regolamentare delle istituzioni di ricerca e di quella negoziale con i propri dipendenti (attesa la possibilità di cessione contrattuale della titolarità del brevetto dall'inventore all'università), l'obiettivo del legislatore, che era quello di «propiziare la maggiore circolazione dell'innovazione, si è invece creata esattamente una potenziale situazione critica, poiché le rivendicazioni contrattuali anche di uno solo dei titolari possono determinare il collasso di un'operazione di trasferimento tecnologico. (….) Laddove ricorrono diritti complementari, non appartenenti allo stesso soggetto, l'*hold up* contrattuale è in agguato. La previsione di garanzie

mento del potere contrattuale degli atenei (con le imprese) e un *vulnus* all'autonomia universitaria, atteso che i finanziamenti alla ricerca provenivano dalle università le quali, però, private dei risultati economici ed ostacolate nei processi di *knowledge transfer*, risultavano sempre più impoverite di quelle risorse necessarie ad alimentare i processi di valorizzazione dei diritti di proprietà intellettuale [42].

Lo stesso effetto (di depotenziamento della forza negoziale degli atenei) veniva accentuato anche dalla mancanza di obbligatorietà per l'inventore del deposito della domanda di brevetto relativa alla propria invenzione, mentre contestualmente la legge riconosceva alle università una quota percentuale minima (ma derogabile in forza dei regolamenti interni) dei canoni di sfruttamento dei diritti di proprietà industriale, senza che gli atenei potessero esercitare un potere sostitutivo in caso di inerzia dell'inventore nel deposito del brevetto [43]; nondimeno, veniva assegnato alle università il diritto ad una licenza obbligatoria (gratuita e non esclusiva) per utilizzo dell'invenzione in caso di mancato sfruttamento dopo cinque anni (una "brutta copia" del *march-in right* statunitense), diritto destinato sin dalla sua introduzione a restare lettera morta [44].

Ulteriori dubbi erano stati sollevati in relazione all'ambito soggettivo di applicazione dell'art. 65, in particolare se la titolarità individuale si dovesse applicare solo agli enti pubblici di ricerca e alle università statali, ovvero anche a tutti i soggetti anche privati aventi tra i propri scopi (solo istituzionali o anche ulteriori?) le finalità di ricerca, quali per esempio le università private, gli organismi privati di ricerca, le fondazioni private o pubblico-private [45]. E ancora, se dovesse essere limitato al personale dipendente in senso stretto ovvero anche al personale

---

normative sui proventi spettanti ai singoli esaspera, se possibile, l'opportunismo contrattuale».

Diversamente, difende questa scelta A. MUSSO, *Recenti sviluppi*, (nt. 7), 1088-1089, secondo il quale si instaurerebbe tra ricercatore e UTT un rapporto di mandato nella gestione dei diritti di brevetto simile a quello di gestione collettiva dei diritti d'autore previsto in capo alle *collecting societies*.

[42] Così M. LIBERTINI, *I centri di ricerca*, (nt. 7), 66; M. GRANIERI, *La gestione*, (nt. 7), 188.

[43] Evidenzia questo dato E. AREZZO, *La tutela*, (nt. 7), 151 e 156-157, collegando la mancata brevettazione da parte dei ricercatori sia agli elevati costi di brevettazione sia al frequente fenomeno della cessione *ab initio* del diritto al brevetto alle imprese.

[44] M. GRANIERI, *Circolazione (mancata)*, (nt. 7), 80; ID., *La disciplina*, (nt. 7), 34; ID., *La gestione*, (nt. 7), 189, il quale mette sotto accusa «il termine [che] rende la previsione assolutamente inidonea a qualsivoglia scopo, perché tende a tramutare il tempo in una sorta di letto di Procuste per le tecnologie». Ha sostenuto l'inapplicabilità della disposizione per sopravvenuta decadenza del diritto ai sensi dell'art. 24-*bis*, quarto comma, l. inv. (conforme all'attuale art. 70, quarto comma c.p.i.), M. LIBERTINI, *Appunti*, (nt. 7), 2177.

[45] Per la soluzione favorevole ad un'applicazione estensiva alle università private e a tutti i soggetti pubblici che svolgevano istituzionalmente tra i propri scopi anche quello di ricerca, in coerenza con il principio di parità di trattamento, con esclusione delle fondazioni private e delle società, si erano espressi. M. LIBERTINI, *Appunti*, (nt. 7), 2173; *contra* per l'opposta interpretazione restrittiva cfr. L. RINALDI, *Le invenzioni industriali*, (nt. 7), 444; A. OTTOLIA, *sub* art. 65 c.p.i., (nt. 7), 499; C. DEL RE, *Il modello di titolarità*, (nt. 7), 281 ss.

non dipendente, includendo tutti i soggetti che a vario titolo partecipano alle ricerche accademiche (a titolo gratuito o con contratto a tempo determinato o mediante convenzione interistituzionale) [46].

Altro interrogativo era legato alla disciplina applicabile ai prodotti della ricerca diversi dalle invenzioni brevettabili, quali le opere dell'ingegno, in particolare le cc.dd. opere utili (*software*, banche dati, progetti di ingegneria o architettura, *industrial design* etc.) e gli altri diritti di proprietà industriale diversi dal brevetto per invenzione (varietà vegetali, disegni e modelli, topografie di prodotti a semiconduttori, marchi etc.). Il tema veniva generalmente risolto o evocando l'autonomia regolamentare dei singoli atenei [47], ovvero (in assenza di scelte espresse nei regolamenti) richiamando l'interpretazione letterale *a contrario* dell'art. 65 (*ubi lex noluit tacuit*) [48] o sostenendo l'esistenza di un principio generale del sottosistema ordinamentale degli IPRs, conforme alla regola del lavoro privato (*ex* art. 64) [49] ricostruibile da una pluralità di disposizioni [50].

---

[46] Come regola di *default* era stata sostenuta dalla dottrina prevalente la tesi della esclusione dal perimetro soggettivo di applicazione dell'art. 65 di tutto il personale dipendente non adibito a mansioni di ricerca e del personale non dipendente (tecnici, impiegati amministrativi, collaboratori autonomi, dottorandi, assegnisti, borsisti, specializzandi e studenti) con applicazione della regola di titolarità istituzionale (*ex* art. 64) in favore dell'università, M. LIBERTINI, *I centri di ricerca*, (nt. 7), 64; L.C. UBERTAZZI, *Le invenzioni dei ricercatori*, (nt. 7), 1730; A. OTTOLIA, *sub* art. 65 c.p.i., cit., 499, sebbene fosse stata sostenuta anche la tesi dell'applicabilità analogica dell'art. 65 al personale non dipendente, al fine di evitare una disparità di trattamento con i ricercatori dipendenti delle università: M. LIBERTINI, *Appunti*, (nt. 7), 2173; A. MUSSO, *Recenti sviluppi*, (nt. 7), 1099.

Tuttavia, la soluzione più condivisibile era quella di rimettere all'autonomia regolamentare di ciascun ateneo la definizione del perimetro applicativo dell'art. 65 in relazione al personale non strutturato, ma comunque contrattualizzato o convenzionato con l'università, come sostenuto da M. GRANIERI, *La disciplina*, (nt. 7), 33; ID., *La gestione*, (nt. 7), 179 ss.

[47] Così M. GRANIERI, *La disciplina*, (nt. 7), 33.

[48] In tal senso M. LIBERTINI, *I centri di ricerca*, (nt. 7), 64, diversamente da quanto sostenuto in ID., *Appunti sulla nuova disciplina delle «invenzioni universitarie»*, cit., 2174.

[49] Cfr. in tal senso L.C. UBERTAZZI, *Le invenzioni dei ricercatori*, (nt. 7), 1739; A. MUSSO, *Recenti sviluppi*, (nt. 7), 1112-1116; M. GRANIERI, *La gestione*, (nt. 7), 185 ss.; L. RINALDI, *Le invenzioni industriali*, (nt. 7), 453; A. PAGANI, M. STUCCHI, *Invenzioni dei dipendenti*, (nt. 24), 516 ss.; A. COGO, in AA. VV., *Lineamenti di diritto industriale*, Milano, Wolters Kluwers, 2024, 541-542.

[50] In tal senso, gli artt. 12-*bis*, 12-*ter* l. aut., che prevedono rispettivamente la titolarità del datore di lavoro l'una per i programmi per elaboratore e banche dati, e l'altra per le opere di *industrial design* realizzati dai dipendenti nell'esecuzione delle proprie mansioni di servizio. Si deve aggiungere la previsione dell'art. 88, secondo comma, l. aut. relativo ai diritti connessi sulle fotografie, la quale assegna il diritto esclusivo di sfruttamento al datore di lavoro se «l'opera è stata ottenuta nel corso o nell'adempimento di un contratto di impiego o di lavoro, entro i limiti dell'oggetto e delle finalità del contratto». Per le topografie di prodotti a semiconduttori l'art. 89 c.p.i. distingue il regime di titolarità a seconda che la creazione rientri o meno all'interno di un rapporto di lavoro dipendente (senza distinguere tra settore pubblico e privato) applicando l'art. 64 c.p.i. nel primo caso (cfr. L.C. UBERTAZZI, *Le invenzioni dei ricercatori*, (nt. 7), 1739; A. MUSSO, *Recenti sviluppi*, (nt. 7), 1112-1116; M. GRANIERI, *La gestione*, (nt. 7), 187 ss.; L. RINALDI, *Le invenzioni industriali*, (nt. 7), 452

Così, in applicazione della *work-for-hire doctrine*, il principio della titolarità del datore di lavoro per tutte le opere dell'ingegno create in esecuzione di un rapporto di lavoro o di impiego sia privato sia pubblico veniva considerato come regola generale [51], legittimando l'analogia *iuris* dell'art. 64 e limitando l'applicazione dell'art. 65 allo specifico caso dei brevetti per invenzione [52]. In tal modo, tanto le privative titolate diverse dalle invenzioni suscettibili di brevettazione (quali i disegni e modelli registrati, i marchi, le topografie di prodotti a semiconduttori, le nuove varietà vegetali) quanto le privative non titolate la cui protezione è riconducibile alla legge sul diritto d'autore (quali *software*, banche dati, progetti di ingegneria o architettura, *industrial design* e persino i segreti industriali e il *know-how*) si potevano già ricondurre al regime di titolarità delle invenzioni e delle opere dell'ingegno create nel settore privato.

In sintesi, si riteneva che il c.d. *privilegio umanistico* valesse soltanto per le pubblicazioni scientifiche [53], nonostante la previsione di segno contrario dell'art. 11 l. aut., con le contraddizioni applicative che lo hanno da sempre caratterizzato [54].

---

ss.). Stesso discorso vale per le nuove varietà vegetali, ai sensi degli artt. 101, primo comma, lett. *b*) e 111, secondo comma, c.p.i. (cfr. L. RINALDI, *Le invenzioni industriali*, (nt. 7), 452 ss.) e per i disegni e modelli, per i quali rileva l'art. 38, terzo comma, c.p.i. (v. L. RINALDI, *Le invenzioni industriali*, (nt. 7), 453).

[51] Così M. GRANIERI, *La disciplina*, (nt. 7), 32-33; L.C. UBERTAZZI, *Le invenzioni dei ricercatori*, (nt. 7), 1739; A. MUSSO, *Recenti sviluppi*, (nt. 7), 1101-1111; L. RINALDI, *Le invenzioni industriali*, (nt. 7), 455; A. PAGANI, M. STUCCHI, *Invenzioni dei dipendenti,* (nt. 24), 516-520.

[52] Ciò nondimeno, in via regolamentare molti atenei hanno scelto di equiparare il regime giuridico delle invenzioni a tutti gli altri diritti di P.I., titolati e non titolati, per evitare difformità nel regime di titolarità e nella disciplina, come evidenziato da A. OTTOLIA, *sub* art. 65 c.p.i., (nt. 7), 502.

[53] In tal senso V. DI CATALDO, *Le invenzioni delle università*, (nt. 7), 344-345, il quale riconosce che «nella creazione dell'opera d'autore il contributo esterno (cioè, il contributo di fattori imputabili al datore di lavoro) sia complessivamente non influente, o poco influente, rispetto al contributo creativo dell'autore, o comunque abbia un peso specifico notevolmente inferiore. (…) [A]ppare del tutto conseguente che il docente universitario sia titolare dei diritti sulle opere dell'ingegno che crea, anche se si tratta di opere (manuali, trattati, ecc.) per le quali utilizza la sua esperienza di docente universitario; nella loro creazione l'apporto dell'Università è minimo rispetto all'apporto creativo dell'autore». Aderisce a questa soluzione anche A. MUSSO, *Recenti sviluppi*, (nt. 7), 1103 ss. M. GRANIERI, *La gestione*, (nt. 7), 186.

[54] L'art. 11, primo comma, l. aut. stabilisce che «Alle amministrazioni dello Stato, alle Provincie e ai Comuni spetta il diritto di autore sulle opere create e pubblicate sotto il loro nome ed a loro conto e spese», mentre il secondo comma estende la disposizione anche agli enti privati che non perseguano scopi di lucro. Tale previsione era stata spiegata dai primi commentatori (E. PIOLA CASELLI, *Codice del diritto di autore*, Torino, Utet, 1943, 270-275) in ragione dell'assorbimento in senso giuridico da parte degli enti, pubblici e privati, della personalità di chi agisce come creatore (persona fisica) di un'opera dell'ingegno in nome e per conto dell'ente stesso (persona giuridica), a condizione che l'ente avesse commissionato e non puramente sovvenzionato tali pubblicazioni (E. PIOLA CASELLI, *Codice del diritto di autore*, Torino, Utet, 1943, 269). Le successive applicazioni giurisprudenziali hanno confermato il principio in base al quale «L'art. 11 trova applicazione solo in pre-

Infine, era discussa la *ratio* della diversa disciplina dei risultati della c.d. "ricerca libera" e di quella "vincolata" [55], aggravando ulteriormente i dubbi di legittimità della normativa per disparità di trattamento, questa volta dovuti alla illogica diversificazione delle fonti di finanziamento della ricerca (pubblica o privata) [56].

In conclusione, il meccanismo della titolarità individuale ha tradito le aspettative, sebbene sia sempre cresciuto il numero delle invenzioni e dei brevetti accademici negli anni successivi al 2001 [57], rivelandosi un disincentivo alla brevettazione da parte dei ricercatori, i quali spesso hanno dovuto fare ricorso all'industria per affrontare i costi di protezione, specie a livello internazionale, cedendo *in toto* la titolarità delle proprie invenzioni al settore privato [58], senza lasciar traccia del

---

senza di un intervento "qualificato" dell'ente pubblico o privato che non persegue fini di lucro, nel senso che questo ente deve aver commissionato e coordinato l'opera, che per questo motivo reca il suo nome e appartiene ad esso e non alla persona e alle persone fisiche che hanno provveduto materialmente a redigerla» (App. Bologna, 28 febbraio 2006, in *AIDA*, 2007, 785 ss., con nota di M. AMMENDOLA, *Creazione e pubblicazione di opere «sotto il nome» di enti pubblici e privati*, 788).

Resta controverso, ai fini dell'operatività di questa norma, se sia necessario da parte dell'ente il coordinamento (come sostenuto dalla succitata decisione di merito) o sia sufficiente l'aver commissionato l'opera e dunque conferito un espresso incarico (come sostenuto da Ammendola), ed anche se il nome dell'ente debba essere l'unico a figurare sull'opera (come sostenuto dalla Corte d'Appello di Bologna succitata) ovvero se possa essere presente nell'opera anche il nome (o i nomi) di chi ha realizzato il lavoro creativo (come sostenuto da Ammendola). Appare invece chiaro, dal dibattito dottrinale e giurisprudenziale, che non sia sufficiente la mera sussistenza di un rapporto di lavoro subordinato o autonomo con l'ente pubblico o privato (come sarebbe nel caso dei docenti universitari) ai fini dell'applicazione dell'art. 11; né tanto meno sia sufficiente il mero sovvenzionamento o finanziamento della pubblicazione (come spesso accade ai docenti di fare con le pubblicazioni di opere scientifiche, specie monografiche, utilizzando fondi pubblici destinati alla ricerca) per far perdere i diritti patrimoniali d'autore sulle opere ai singoli autori. La conferma di ciò risiede nella previsione dell'art. 29 l. aut. che fissa in venti anni a partire dalla prima pubblicazione la durata dei diritti esclusivi di utilizzazione dello Stato e degli altri enti ai sensi dell'art. 11; laddove la durata limitata rispetto alla regola dei diritti patrimoniali d'autore si giustifica soltanto alla luce del concomitante diritto morale spettante all'autore dell'opera, il quale dopo venti anni si espanderà, riacquistando la piena disponibilità anche dei diritti patrimoniali sull'opera. Cfr. M. AMMENDOLA, *Diritto d'autore: diritto materiale*, in *Dig. comm*., IV, Torino, Utet, 1989, 383 ss.; ID., in L.C. UBERTAZZI, M. AMMENDOLA, *Il diritto d'autore*, Torino, Utet, 1993, 24-26; P. AUTERI, in AA.VV., *Diritto industriale*, Torino, Giappichelli, 2023, 708-709.

[55] Per la difesa della tesi basata sulla diversificazione tra ricerca "libera" e ricerca "vincolata" si rimanda all'Autore che ne ha la paternità, ossia F. FLORIDIA, *Ricerca universitaria e invenzioni brevettabili*, in *Dir. ind.*, 1996, 447; ID., *Le invenzioni universitarie*, *ibid*., 2001, 213; ID., *Le invenzioni universitarie*, *ibid*., 2007, 313; adesivo anche G. PELLACANI, *Tutela del lavoro e tutela della proprietà industrial. Per una lettura costituzionalmente orientata della disciplina delle invenzioni del lavoratore*, in *AIDA*, 2005, 29 ss. spec. 48-49.

[56] In senso critico rispetto alla coerenza tecnico-giuridica e anche alla ragionevolezza della distinzione tra "libera" e ricerca "vincolata", cfr. M. LIBERTINI, *Appunti*, (nt. 7), cc. 2171-2172; ID., *I centri di ricerca*, (nt. 7), 62-63; V. DI CATALDO, *Le invenzioni delle università,* (nt. 7), 343 ss.; M. GRANIERI, *La gestione*, (nt. 7), 174-178; E. AREZZO, *La tutela*, (nt. 7), 162 ss.

[57] Cfr. E. AREZZO, *La tutela*, (nt. 7), 154 ss.

[58] V. DI CATALDO, *Le invenzioni delle università*, (nt. 7), 341; M. GRANIERI, *La disciplina*, (nt.

contributo della ricerca accademica all'innovazione del sistema Paese. Paradossalmente, però, esso ha provocato anche uno "scatto di orgoglio" degli atenei italiani, i quali hanno reagito alla privazione della titolarità con maturità e consapevolezza, neutralizzando per via regolamentare buona parte delle criticità indotte dalla normativa del 2001 [59].

4. *Ambito oggettivo e soggettivo di applicazione e il problema delle lacune.*

Passando al nuovo art. 65 [60], in relazione all'ambito di applicazione la disposizione recita: «In deroga all'articolo 64, quando l'invenzione industriale è fatta nell'esecuzione o nell'adempimento di un contratto o di un rapporto di lavoro o di impiego, anche se a tempo determinato, con una università, anche non statale legalmente riconosciuta, un ente pubblico di ricerca o un istituto di ricovero e cura a carattere scientifico (IRCCS), nonché nel quadro di una convenzione tra i medesimi soggetti, i diritti nascenti dall'invenzione spettano alla struttura di appartenenza dell'inventore, salvo il diritto spettante all'inventore di esserne riconosciuto autore, nei termini di cui al presente articolo».

Innanzitutto, l'*incipit* della norma evidenzia il rapporto di "deroga" rispetto all'art. 64, che si riferisce alla tripartizione delle invenzioni del settore privato (di servizio, d'azienda e occasionali), non riproposta nell'art. 65 (sebbene non si possa escludere che venga adottata per via regolamentare dai singoli enti di ricerca) [61], visti i dubbi suscitati nel previgente regime [62], sebbene ciò non faccia cadere le discussioni sull'ambito oggettivo e soggettivo di applicazione della norma.

---

7), 35; E. AREZZO, *La tutela*, (nt. 7), 157-158; L. RINALDI, *Le invenzioni industriali*, (nt. 7), 441; A. VANZETTI, V. DI CATALDO, M.S. SPOLIDORO, *Manuale*[9], (nt. 39), 438.

Anche M. LIBERTINI, *I centri di ricerca*, (nt. 7), 61 sostiene che la riforma del 2002 ha tolto «incentivi alle Università per impegnarsi in proprio nella valorizzazione dei risultati della ricerca».

[59] Questa la lettura di M. GRANIERI, *La disciplina*, (nt. 7), 34-35.

[60] Per una lettura delle proposte di legge anteriori alla riforma, si rinvia a C. GALLI, *Il disegno di legge di revisione del codice della proprietà industriale e le altre novità normative in materia di brevetti*, in *Dir. ind.*, 2022, 223; e M. GRANIERI, *Nel disegno di legge governativo di modifica al Codice della proprietà industriale proposto il superamento del cd. Privilegio del professore all'italiana*, in *ForoNews*, *Foroitaliano.it*, 24 maggio 2022; M. CAVALIERE, *Trasparenza informativa e* innovation disclosure *nella ricerca universitaria. Prospettive di riforma*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 229 ss.

Per i primi commenti al testo dell'art. 65 riformato, cfr. M. GRANIERI, *Fine del* professor's privilege, (nt. 1), 1-4; ID., *Tra concorrenza e isomorfismo,* (nt. 13), cc. 380-385; A. SIROTTI GAUDENZI, *Il nuovo quadro delle invenzioni dei ricercatori*, in *Riv. dir. ind.*, 2023, 214.

[61] Non si può escludere, tuttavia, che venga inserito nei regolamenti accademici sulla gestione della P.I. allo scopo di allargare il perimetro di applicazione della disposizione, come si vedrà meglio *infra* § 5.

[62] Si rimanda alla precedente nt. 36.

Invece, sembra esserci continuità tra le due norme in relazione agli interessi tutelati e alla logica sottesa alle due disposizioni, la *work-for-hire doctrine.* Ulteriore somiglianza tra le discipline si segnala in relazione all'art. 64, sesto comma, sull'arco temporale di sottoposizione delle invenzioni alla regola di titolarità istituzionale, destinata a esaurirsi soltanto dopo il decorso di un anno dalla cessazione del rapporto di lavoro o di impiego; regola che si giustifica, tanto per il lavoro privato quanto per quello pubblico, in forza degli effetti normalmente differiti dei risultati inventivi rispetto all'attività sperimentale che si è svolta nei dodici mesi anteriori mediante l'utilizzo di attrezzature, risorse umane e finanziarie del precedente datore di lavoro.

Sembra, invece, che i dubbi emersi in passato sulla qualificazione del rapporto di lavoro che lega i ricercatori ai propri enti di appartenenza, in termini di "contratto di ricerca" ovvero di "contratto inventivo" [63], siano destinati a cadere alla luce della previsione dell'art. 65, quarto comma, lett. *b*) che affida alla disciplina regolamentare «i rapporti con gli inventori e le premialità connesse all'attività inventiva». Si può sostenere, alla luce dell'attuale formulazione che rimanda alle (doverose) premialità da disciplinare nei regolamenti interni, che il legislatore abbia sposato la tesi che già in passato qualificava le invenzioni dei ricercatori universitari sempre come invenzioni d'azienda [64], escludendo che potessero venire in rilievo le fattispecie delle invenzioni di servizio e di quelle occasionali [65], sebbene con riguardo a queste ultime non si possa negare (alla luce della nuova disciplina)

---

[63] Si deve rammentare, oltre alla dottrina anteriore alla novella 2023 già sopra citata, che la giurisprudenza della Cassazione, in merito agli elementi identificativi della fattispecie dell'art. 64 come "invenzione di servizio", ha da tempo sostenuto di poter ravvisare una invenzione di servizio soltanto nel caso in cui risulti che nel contratto di lavoro le parti, applicando i criteri interpretativi dell'art. 1362 c.c. per l'identificazione della loro comune volontà, abbiano inteso inequivocabilmente prevedere e retribuire proprio l'attività inventiva (non la mera attività di ricerca) ed abbiano pattuito una "speciale retribuzione" per tale attività: così Cass., 16 gennaio 1979, n. 329, in *Foro it.*, 1979, 1416; Cass., 21 luglio 1998, n. 7161, in *Foro it.*, 1999, I, 1548; da ultimo tale orientamento è stato confermato da Cass., 20 novembre 2017, n. 27500, in *Riv. dir. ind.*, 2018, II, 238 (solo massima) e in Banca-dati *De Jure* (la sentenza per esteso).

Una decisione di merito (Trib. Bologna, 21 febbraio 2017, in *Rep. Foro It*., 2020, voce *Proprietà industriale*, n. 252 e in *Giur. ann. dir. ind.*, 2018, 297) ha ridimensionato la posizione netta della Suprema Corte, precisando che l'assenza di voci retributive autonome e riconducibili inequivocabilmente alla remunerazione dell'attività inventiva non pregiudica in modo assoluto la configurazione della fattispecie "invenzione di servizio", in quanto la mancanza di un apposito corrispettivo costituisce soltanto un indice presuntivo a favore della ricorrenza di un'invenzione d'azienda, senza impedire datore di lavoro di poter fornire la prova contraria.

[64] Cfr. per la disciplina previgente M. LIBERTINI, *Appunti*, (nt. 7), 2170-2171; V. DI CATALDO, *Le invenzioni delle università*, (nt. 7), 338; L. RINALDI, *Le invenzioni industriali*, (nt. 7), 440.

Sulla disciplina riformata, sostengono la tesi che il legislatore abbia voluto creare una disciplina *ad hoc* sul modello delle invenzioni aziendali, di cui all'art. 64, secondo comma, A. VANZETTI, V. DI CATALDO, M.S. SPOLIDORO, *Manuale di diritto industriale*[10], Milano, 2024, 440.

[65] Cfr. R. PENNISI, *L'attività inventiva*, (nt. 17), 427 e nt. 5.

che possano venire in rilievo fattispecie di invenzioni occasionali, come condivisibilmente già da alcuni sostenuto [66] in relazione al personale non adibito a mansioni di ricerca (personale tecnico amministrativo o addetti ai servizi di vigilanza e pulizia), sia per effetto di applicazione analogica dell'art. 64, terzo comma, sia ove tale soluzione venga contemplata da un'espressa previsione regolamentare. La soluzione prospettata, tuttavia, non è pacifica, sostenendosi per contro che le invenzioni accademiche presentino caratteristiche tipologicamente proprie «non riconducibili né alla disciplina delle invenzioni di servizio, né a quella delle invenzioni di azienda» bensì rappresentino un *tertium genus* [67].

[66] In relazione al personale non adibito ad attività di ricerca (personale tecnico amministrativo addetto a biblioteche o a servizi amministrativi) è stata sostenuta l'applicabilità analogica dell'art. 64 c.p.i. sulle invenzioni occasionali da A. VANZETTI, V. DI CATALDO, M.S. SPOLIDORO, *Manuale*[10], (nt. 64), 440. Più in generale, e senza specifico riferimento al personale tecnico-amministrativo, le invenzioni occasionali sono reputate ammissibili anche da M. GRANIERI, *Tra concorrenza e isomorfismo*, (nt. 13), 382, il quale ipotizza che tra queste possano esserci le invenzioni dei professori a tempo pieno realizzate nell'esercizio di attività extraistituzionale autorizzata, se non correlate ed estranee al settore scientifico disciplinare di appartenenza. Esclude, invece, la configurabilità di invenzioni occasionali dei ricercatori accademici A. SIROTTI GAUDENZI, *Il nuovo quadro*, (nt. 60), 225.

[67] Sostiene la tesi secondo la quale la nuova disciplina delle invenzioni accademiche si configuri come un "nuovo fenotipo", completamente diverso e alternativo alle tre tipologie di invenzioni nel settore privato, E. AREZZO, *La nuova disciplina della titolarità dei frutti della ricerca universitaria ed il relativo impatto sul trasferimento tecnologico: un'occasione mancata?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2024, 863-867. Secondo l'Autrice sarebbero tratti peculiari del novello art. 65 sia l'aver disancorato le invenzioni dei dipendenti pubblici dalle mansioni lavorative affidate al dipendente, ritenendo che per il personale tecnico amministrativo anche le invenzioni fatte al di fuori delle proprie mansioni (e si deduce anche al di fuori dell'orario di servizio) ricadrebbero nell'ambito applicativo dell'art. 65, sia l'assenza di un obbligo di remunerazione minima, sotto forma di obbligo di erogazione di premialità, comporterebbe un allontanamento dal modello delle invenzioni aziendali in cui l'equo premio rappresenta un elemento tipologico imprescindibile della fattispecie.

Dall'analisi empirica condotta sui Regolamenti accademici, emerge che queste preoccupazioni sono ipotetiche (e forse eccessive) più che reali. Difatti, quasi tutti i regolamenti hanno specificato che il regime della titolarità istituzionale sia destinato ad operare quando i dipendenti dell'Ateneo abbiano realizzato, o comunque conseguito, beni immateriali, nell'ambito dello svolgimento di attività di ricerca autonoma, collaborativa o commissionata (così il Regolamento dell'Università di Bari, di Trento, di Catania e del Politecnico di Milano) o si tratti di ricercatori o soggetti addetti ad attività di ricerca (così il Regolamento dell'Ateneo di Torino e di Palermo). In alcuni regolamenti è stata anche inserita la previsione sulle invenzioni occasionali (art. 64, terzo comma, c.p.i.) al fine di farvi ricadere proprio le invenzioni fatte dal personale strutturato o non strutturato al di fuori delle proprie mansioni di servizio.

Quanto alle premialità, pur constatando che il nuovo art. 65 non pone più una base minima inderogabile per i compensi spettanti agli inventori, tuttavia nessun Ateneo ha attribuito finora meno del 50% dei proventi agli inventori in sede di adeguamento regolamentare – e in alcuni casi anche più di questa soglia come il 70% previsto nel Regolamento dell'Università di Bari o la soglia compresa tra il 70% e l'80% del Politecnico di Milano – meno che mai nessun Ateneo ha ipotizzato l'eliminazione delle premialità *tout court*, avendo interpretato la delega sulle premialità come una investitura per la migliore valorizzazione dei risultati della ricerca attraverso lo strumento del premio agli inventori. Sul punto si veda l'analisi dei regolamenti condotta nel successivo § 6, in corrispondenza delle nt. 114-116.

Appare, altresì, evidente l'ampliamento dell'ambito soggettivo della disposizione, con correlativo cambiamento di rubrica dell'art. 65, un tempo riferito alle sole "invenzioni dei ricercatori delle università e degli enti pubblici di ricerca", ed oggi esteso anche agli IRCCS (senza distinzione tra quelli pubblici e quelli privati) [68] nonché, nel testo del primo comma, a tutte le istituzioni accademiche, anche private purché legalmente riconosciute, secondo quella interpretazione che era prevalsa in dottrina anteriormente alla riforma [69]. D'ora innanzi, perciò, ogni riferimento alle invenzioni accademiche o ai ricercatori universitari deve intendersi esteso a tutte le invenzioni (e agli inventori) rientranti nel perimetro della nuova norma.

Rimandando le ulteriori questioni legate all'ambito soggettivo di applicazione del novellato art. 65 c.p.i. al prossimo paragrafo, si devono affrontare innanzitutto tre diversi ordini di problemi: *i*) quale sia il regime giuridico applicabile agli altri organismi di ricerca, diversi dagli enti (pubblici e privati) menzionati e dalle imprese, che sfuggono alla classificazione tanto dell'art. 64 quanto dell'art. 65; *ii*) a quali tipologie di diritti di proprietà intellettuale si debba o si possa applicare il nuovo art. 65 oltre alle invenzioni in senso stretto; *iii*) se si possa (o debba) estendere l'art. 65 ai risultati della ricerca solo parzialmente finanziata dagli enti pubblici ovvero totalmente (o parzialmente) finanziate dagli stessi e commissionate *dalle* imprese o esternalizzate *alle* imprese.

Per rispondere al primo quesito, si deve tenere conto del fatto che il MISE (oggi MIMIT) voleva ottenere il risultato di far ricadere nell'art. 65 tutte le invenzioni che fossero realizzate al di fuori dalle imprese e dunque nel settore pubblico [70]; e sebbene tale intenzione abbia sofferto due eccezioni (per le università private legalmente riconosciute e per gli IRCCS privati sottoposti alla vigilanza del ministero della salute) [71], esso può avere un ruolo per orientare gli interpreti.

Si deve partire dalla constatazione che, certamente, vi sono alcuni soggetti pubblici diversi da quelli espressamente menzionati nella disposizione, ed anche soggetti privati, che non rivestono né la forma né la sostanza (secondo la definizione europea) delle imprese [72], che svolgono prevalentemente anche se non esclusivamente attività di ricerca, come risulta esaminando l'ampia definizione

---

[68] Questa precisazione è fatta anche da M. GRANIERI, *Tra concorrenza e isomorfismo*, (nt. 13), 382.

[69] Si rinvia alla precedente nt. 45.

[70] Lo riferisce M. GRANIERI, *Tra concorrenza e isomorfismo*, (nt. 13), 382.

[71] M. GRANIERI, *Tra concorrenza e isomorfismo*, (nt. 13), 382; ID., *Fine del* professor's privilege, (nt. 1), 2.

[72] Come noto, la definizione europea di impresa (funzionale al settore della concorrenza) è stata data dalla Corte di Giustizia per la prima volta della sentenza CGCE, 23 aprile 1991, causa C-41/90, caso Höfner, § 21: «nel contesto del diritto della concorrenza, la nozione di impresa abbraccia qualsiasi entità che esercita un'attività economica, a prescindere dallo status giuridico di detta entità e dalle sue modalità di finanziamento».

degli Organismi di Ricerca contenuta nel regolamento (UE) n. 651/2014 della Commissione, del 17 giugno 2014, *che dichiara alcune categorie di aiuti compatibili con il mercato interno in applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato* [73]. Tale definizione include sia soggetti pubblici sia privati diversi dalle imprese, quali le agenzie incaricate del trasferimento di tecnologia, gli intermediari dell'innovazione, le entità collaborative reali o virtuali orientate alla ricerca, nonché le fondazioni pubbliche (come quelle create per la gestione dei progetti finanziati dal PNRR, quali i Partenariati Estesi o i Campioni Nazionali) e quelle private, le associazioni private ed ogni altro organismo che svolga in regime privatistico o pubblicistico principalmente attività orientate alla ricerca, all'innovazione o al trasferimento tecnologico.

Il concetto di "esercizio in via principale" andrebbe inteso come prevalenza, caratterizzante in senso sia qualitativo che quantitativo il complesso delle attività svolte da un ente, come sembra potersi desumere dalla previsione del Regolamento sull'obbligo di contabilità separata, nel caso in cui tali entità svolgano in parallelo anche attività economiche [74].

Tuttavia, l'attività principale deve costituire non soltanto una finalità istituzionale, dunque dovrà essere presente come oggetto sociale, ma soprattutto caratterizzarsi per lo svolgimento in maniera "indipendente" delle «attività di ricerca fondamentale, di ricerca industriale o di sviluppo sperimentale o nel garantire un'ampia diffusione dei risultati di tali attività mediante l'insegnamento, la pubblicazione o il trasferimento di conoscenze». L'indipendenza dovrebbe riferirsi ai soggetti finanziatori e ad altri portatori di interessi (per tutti si pensi agli azionisti, ai soci fondatori, ai membri o componenti degli organi sociali) che siano idonei, dall'interno o dall'esterno, a condizionare gli esiti della ricerca in contrasto con il metodo scientifico d'indagine.

La norma del citato Regolamento, pertanto, individua i requisiti congiunti di "prevalente svolgimento di attività di ricerca, innovazione o trasferimento tecnologico" e di esercizio "in maniera indipendente" di attività di ricerca fondamentale, di ricerca industriale o di sviluppo sperimentale, al fine di poter qualificare come OdR i soggetti giuridici pubblici o privati.

---

[73] Il Considerando 83, definisce come «Organismo di ricerca e diffusione della conoscenza: un'entità (ad esempio, università o istituti di ricerca, agenzie incaricate del trasferimento di tecnologia, intermediari dell'innovazione, entità collaborative reali o virtuali orientate alla ricerca), indipendentemente dal suo status giuridico (costituito secondo il diritto privato o pubblico) o fonte di finanziamento, la cui finalità principale consiste nello svolgere in maniera indipendente attività di ricerca fondamentale, di ricerca industriale o di sviluppo sperimentale o nel garantire un'ampia diffusione dei risultati di tali attività mediante l'insegnamento, la pubblicazione o il trasferimento di conoscenze».

[74] Il Considerando 83, prevede che: «Qualora tale entità svolga anche attività economiche, il finanziamento, i costi e i ricavi di tali attività economiche devono formare oggetto di contabilità separata. Le imprese in grado di esercitare un'influenza decisiva su tale entità, ad esempio in qualità di azionisti o di soci, non possono godere di alcun accesso preferenziale ai risultati generati».

A ben vedere entrambi questi requisiti sono presenti nelle università, negli EPR e negli IRCCS laddove, per contro, sono entrambi assenti nel contesto delle imprese. Si può concludere, allora, nel senso di ritenere che tutti gli OdR che rispondano ai requisiti indicati dal reg. (UE) n. 651/2014, Considerando 83, che svolgano attività di ricerca in maniera principale e in modo indipendente siano suscettibili di rientrare nel perimetro di applicazione dell'art. 65 c.p.i., sia che rivestano forma pubblica sia se abbiano forma giuridica privata.

In relazione al secondo quesito, ci si chiedeva già nel vigore della precedente disciplina e ci si continua a interrogare ancora oggi, su quale sia la disciplina delle opere dell'ingegno realizzate dai ricercatori accademici che siano diverse dalle invenzioni brevettabili, in specie disegni, modelli, marchi, progetti di ingegneria o architettura, *software*, banche dati, *know-how* ed altre opere proteggibili attraverso diritti di proprietà industriale titolati e non titolati.

Come anticipato nel paragrafo precedente [75], pur in mancanza di una unitaria (e univoca) disposizione contenuta nella legge sul diritto d'autore o nel Codice della Proprietà Industriale, la soluzione dominante nel previgente regime era quella di considerare applicabile la *work-for-hire doctrine* a tutte le opere dell'ingegno diverse dalle invenzioni brevettabili, ivi incluse le opere scientifiche o tecnologiche (non anche quelle didattiche) direttamente collegate all'attività di ricerca svolta. Raccogliendo sul piano sistematico un argomento desumibile da norme sparse (artt. 12-*bis* per i programmi per elaboratore e banche dati, 12-*ter* per le opere di *industrial design* e 88 l. aut. per i diritti connessi sulle fotografie; l'art. 89 c.p.i. per le topografie di prodotti a semiconduttori, artt. 101, primo comma, lett. *b*) e 111, secondo comma, c.p.i. per le nuove varietà vegetali e l'art. 38, terzo comma, c.p.i. per i disegni e modelli) si era arrivati a ritenere che la regola dovesse essere quella della titolarità istituzionale del datore di lavoro per tutti i casi di opere create in esecuzione di un rapporto di lavoro o di impiego [76]. Questa stessa soluzione era stata indicata anche dall'art. 4 della l. 22 maggio 2017, n. 81 (c.d. Statuto dei lavoratori autonomi) per le invenzioni dei lavoratori autonomi [77] e, pertanto, risulta oggi avallata e rafforzata alla luce dell'estensione della regola di titolarità istituzionale prevista dal novello art. 65.

Sarebbe illogico, infatti, ritenere che quel principio, già ricavabile dal sistema, concernente la titolarità del datore di lavoro sulle opere dell'ingegno diverse e ulteriori dalle invenzioni, non debba essere applicato all'indomani della riforma che

---

[75] Si rimanda al contenuto della precedente nt. 50.

[76] La tesi che riconduce tutte le opere dell'ingegno, anche diverse dalle invenzioni, alle invenzioni d'azienda, al fine di applicare per essi la fattispecie di cui all'art. 64, secondo comma, cfr. L.C. UBERTAZZI, *L'appartenenza dei risultati creativi dei dipendenti*, in *AIDA*, 2010, 534; A. OTTOLIA, *sub* art. 64, in *Commentario breve alle leggi su Proprietà intellettuale e Concorrenza* diretto da L.C. UBERTAZZI, Padova, Cedam, 2019, 485.

[77] Cfr. A. OTTOLIA, *sub art. 64*, (nt. 76), 459.

ha reso omogenea la disciplina di titolarità istituzionale delle invenzioni nel settore pubblico e nel settore privato. Tanto vero che, nel corso dei ventidue (lunghissimi) anni di *professor's privilege*, molti atenei italiani avevano già introdotto nei propri regolamenti sulla proprietà intellettuale previsioni che assoggettavano ad un regime unico tutte le privative su beni immateriali [78], titolati e non titolati, brevetti per invenzione ed ogni altro diritto di proprietà industriale e intellettuale. La riforma dovrebbe dare ulteriore slancio nel corroborare questa linea di tendenza [79].

Ad ogni modo, anche in assenza di una esplicita opzione regolamentare che estenda ai diritti di proprietà intellettuale e industriale diversi dalle invenzioni il regime giuridico dell'art. 65, questa dovrà essere considerata l'interpretazione preferibile, se le creazioni intellettuali siano frutto della ordinaria attività istituzionale del ricercatore e rientrino tra le attività di ricerca svolte all'interno delle università, degli EPR o degli IRCCS, fatta eccezione per le pubblicazioni scientifiche e didattiche. Tale eccezione si giustifica sia per la scarsa rilevanza dell'apporto dato dal datore di lavoro e dalla sua organizzazione in questo tipo di creazioni (le pubblicazioni), dove prevale l'elemento creativo del singolo autore (come già in passato segnalato dalla dottrina per giustificare il c.d. privilegio umanistico), sia in forza dell'applicazione *a contrario* dell'art. 11, il quale attribuisce il diritto d'autore all'ente pubblico (datore di lavoro) soltanto nei casi in cui lo stesso abbia commissionato al docente una pubblicazione scientifica affinché sia fatta

[78] Per tutti si vedano i regolamenti del Politecnico di Milano (emanato nel 2011 e denominato *Regolamento sulla proprietà Industriale*, all'art. 1 si riferisce alle "opere dell'ingegno" in generale), quello del Politecnico Torino (emanato nel 2007 – attualmente vigente – e denominato *Regolamento relativo alla Proprietà industriale e intellettuale*, in particolare l'art. 3 rubricato "Oggetto della disciplina"), quello del Politecnico di Bari (emanato nel 2014 e denominato Regolamento sulla proprietà Industriale, si riferisce esclusivamente ai titoli di proprietà industriale e non anche ai diritti di proprietà intellettuale, come risulta dagli artt. 1 e 2, primo comma), quello dell'Università di Brescia (entrato in vigore nel 2017 e denominato *Regolamento per la generazione, gestione e valorizzazione della proprietà intellettuale sui risultati della ricerca dell'Università*, si riferisce nell'art. 1 a tutti i diritti di proprietà intellettuale), quello dell'Università di Bologna "Alma Mater Studiorum" (entrato in vigore nel 2014 e denominato *Regolamento in materia di proprietà industriale e intellettuale*, si riferisce a tutti i beni immateriali in una pluralità di disposizioni), quello dell'Università di Roma La Sapienza (in vigore dal 2019 e denominato *Regolamento brevetti*, in realtà aveva come ambito di applicazione tutti i diritti di proprietà industriale titolati e non titolati, come indicato nell'art. 2, lett. *h*), nella definizione di invenzioni, che include «ogni risultato della ricerca ed in particolare le invenzioni industriali, i modelli di utilità, i disegni e modelli ornamentali, le topografie di prodotti a semiconduttori, le nuove varietà vegetali, le banche dati, i programmi per elaboratore e il know-how che derivino dalla Ricerca Istituzionale o Finanziata di Sapienza e che siano suscettibili di formare oggetto di diritti di proprietà intellettuale»).

[79] In questa direzione è andato l'Ateneo di Bari, il quale ha modificato anche la denominazione del suo precedente regolamento brevetti in "Regolamento sulla proprietà intellettuale dei risultati della ricerca" così estendendo la disciplina dei beni immateriali e la regola di titolarità accademica a tutti i risultati della ricerca diversi dalle pubblicazioni scientifiche (artt. 2 e 3).

a nome, per conto e a spese dell'ente stesso, e la stessa sia stata eseguita sulla base di un apposito contratto (di edizione o di contenuto analogo) secondo la previsione dell'art. 11 l. aut. [80].

Se, dunque, la soluzione della titolarità individuale si lascia preferire sia per le pubblicazioni scientifiche sia per quelle didattiche, *a fortiori* si dovrà escludere la titolarità istituzionale anche per le opere letterarie scritte e pubblicate dai ricercatori pubblici al di fuori dell'attività istituzionale di ricerca accademica (come nel caso dei romanzi scritti da magistrati e politici, anche quelli dei docenti e ricercatori pubblici cadranno nella titolarità individuale del singolo autore), sia quando l'opera letteraria in questione rientri nel campo di attività professionale (la raccolta di poesie pubblicata da un docente di letteratura o filologia) sia quando non vi rientri (il romanzo scritto e pubblicato da un matematico).

In relazione al terzo quesito (se si possa estendere l'art. 65 alla ricerca finanziata solo in parte dagli enti pubblici e commissionata dalle imprese ovvero esternalizzata a soggetti terzi pubblici o privati da parte degli enti pubblici), si devono prendere in considerazione una pluralità di ipotesi piuttosto eterogenee tra loro: in primo luogo, le ricerche cofinanziate dalle imprese, che possono ricadere nella categoria delle ricerche in collaborazione; in secondo luogo, le ricerche in conto terzi finanziate interamente da soggetti privati, per lo più imprese, ovvero anche da altri enti pubblici; infine, le ricerche commissionate dalle università o EPR o IRCCS ad altri soggetti terzi, che siano organismi di diritto pubblico o imprese, come accade nei bandi a cascata (anche detti BAC) dei progetti PNRR (Partenariati Estesi, Campioni Nazionali etc.).

Nei primi due casi è lo stesso legislatore che già in passato aveva fornito una soluzione che si poneva in discontinuità, come eccezione alla regola della titolarità individuale, per «le ricerche finanziate, in tutto o in parte, da soggetti privati», da cui derivava la distinzione tra ricerca libera e ricerca vincolata [81].

Il novello art. 65 fornisce, pur nel mutato quadro generale, una soluzione non dissimile da quella del passato (ma secondo alcuni persino peggiore e più vaga rispetto al passato) [82], improntata alla flessibilità e all'autonomia negoziale nei rapporti con i finanziatori (o co-finanziatori) della ricerca, che consiste nel rimettere la disciplina dei rapporti agli accordi tra le parti, come gli Atenei già pratica-

---

[80] In tal senso in giurisprudenza cfr. Cass., 4 febbraio 2016, n. 2197, in *AIDA*, 2016, 758 n. 1728; Trib. Milano, 24 dicembre 2015, in *AIDA*, 2016, 1082 n. 1763; App. Bologna, 28 febbraio 2006, in *AIDA*, 2007, 785 ss.

Si rimanda, per le questioni interpretative legate all'art. 11 l. aut., a quanto riportato nella precedente nt. 54.

[81] V. *supra* nt. 55 e 56.

[82] Così E. Arezzo, *La nuova disciplina*, (nt. 67), 869 secondo la quale «Il nuovo quinto comma dell'art. 65 c.p.i. cancella con uno sbrigativo colpo di spugna l'assetto normativo precedente restituendone, se possibile, uno dai contorni ancora più vaghi».

no da anni. L'innovazione rispetto al passato è contenuta nell'art. 65, quinto comma, che rimanda gli enti pubblici di ricerca al rispetto dei principi emanati dal MIMIT: «accordi contrattuali tra le parti, [dovranno essere] redatti sulla base delle linee guida, che individuano i principi e i criteri specifici per la regolamentazione dei rapporti contrattuali, adottate con decreto del Ministro delle imprese e del made in Italy, di concerto con il Ministro dell'università e della ricerca, entro sessanta giorni dalla data di entrata in vigore della presente disposizione. Sono fatti salvi gli accordi stipulati tra le parti prima dell'emanazione delle predette linee guida».

Rimandando ad un momento successivo la specifica trattazione dei principi dettati dalle Linee Guida MIMIT (*infra* § 6), si deve osservare in questa sede che persino in relazione all'attività definita come "conto terzi", interamente finanziata dai privati, le raccomandazioni ministeriali non autorizzano mai ad una totale abdicazione o dismissione sui diritti di P.I. da parte delle università, EPR o IRCCS, indicando per contro come strada preferibile quella di un equo contemperamento degli interessi delle parti, ed in particolare richiamando la disciplina del *joint foreground* contenuta nei regolamenti sui brevetti e proprietà intellettuale, tipica della ricerca collaborativa che si svolga con il contributo di mezzi (finanziari e umani) e di conoscenze (*background*, *know-how* pregresso o sviluppato in ricerche parallele, c.d. *sideground*) delle imprese e delle università.

Questo aspetto torna utile per risolvere il terzo dei casi dubbi (probabilmente il più problematico), ossia quello della ricerca commissionata dalle università ai privati, di cui non c'è traccia né nel testo dell'art. 65 né nelle successive Linee Guida. La lacuna, forse, potrebbe essere dovuta all'assoluta eccezionalità della fattispecie: prima della massiccia iniezione di finanziamenti alla ricerca del PNRR, infatti, non si è mai pensato che le università potessero essere centrali di committenza per esternalizzare ai privati o ad altri enti pubblici tutta o parte della propria attività di ricerca. Questo *modus operandi* è stato inaugurato per la prima volta con i BAC nei progetti PNRR.

Tuttavia, la *ratio* della nuova disciplina e la regola generale desumibile da molteplici disposizioni inducono a preferire una soluzione che attribuisca la titolarità o quanto meno la contitolarità istituzionale (in ragione del proprio contributo alla ricerca) anche per i risultati della ricerca realizzati dai privati (imprese) o dagli OdR o da partenariati composti dagli uni e dagli altri messi insieme, che siano beneficiari di finanziamenti pubblici per attività di ricerca nel contesto di attività collaborative di ricerca PNRR.

Non si può negare, infatti, che la logica sottostante ai finanziamenti pubblici per la ricerca sia stata, tradizionalmente, quella dei finanziamenti a fondo perduto in cui l'ente finanziatore cedeva totalmente in favore dei beneficiari i risultati della ricerca e i DPI da essi scaturenti, lasciandone loro la piena autonomia nella gestione: si pensi ai programmi europei per la ricerca ERC, Horizon Europe, come anche alle diverse tipologie di *grant* in favore delle imprese, come il programma

Creative Europe a sostegno delle imprese culturali e audiovisive, e nondimeno ai programmi nazionali finanziati dai diversi ministeri – della Salute, dell'Università – per tutti il PRIN. Però, si deve ormai prendere atto che la riforma 2023 ha prodotto una divaricazione tra il regime della proprietà intellettuale per gli enti pubblici di ricerca e per gli enti governativi, simile all'effetto del (in quel caso esplicitamente consacrato nel) *Bayh-Dole Act* statunitense.

In altri termini, la scelta del legislatore di estendere la titolarità istituzionale e la *invention-for-hire doctrine* agli enti pubblici, deputati istituzionalmente a svolgere attività di ricerca, porta con sé la necessità per questi soggetti di adottare la medesima logica aziendalistica e imprenditoriale di valorizzazione degli *assets* immateriali generati dalle ricerche finanziate (indipendentemente da chi sia il destinatario di quelle risorse, se un proprio dipendente o un diverso soggetto esterno), al pari di quanto accaduto negli Stati Uniti nel 1982, quando il *Bayh-Dole Act* ha fatto cadere la titolarità degli IPRs in capo alle istituzioni federali finanziatrici della ricerca per assegnarla alle università, salvo lasciare in capo alle istituzioni federali un diritto sussidiario e residuale di sfruttamento delle invenzioni, in caso di inerzia delle università nel trasferimento tecnologico e nella valorizzazione delle stesse. Da quel momento, «le università e gli altri soggetti che ricevono finanziamenti federali per lo svolgimento di attività di ricerca sono titolari del diritto di brevetto e possono (non già, devono), entro un ragionevole periodo di tempo, decidere se procedere a brevettare l'invenzione effettuata al loro interno» [83].

Ebbene, la stessa *ratio* deve oggi accompagnare le università e gli altri soggetti percettori di finanziamenti europei (come accade per i fondi PNRR) anche laddove sia prevista la parziale destinazione di questi ultimi in favore di ulteriori soggetti (pubblici o privati) da individuarsi attraverso bandi competitivi (come i BAC), abbandonando la logica di sostanziale disinteresse per i diritti di proprietà intellettuale che finora era comune alle istituzioni pubbliche e che, dopo la riforma 2023, resterà tipica soltanto dei finanziamenti governativi nazionali o europei e degli organi di governo che li erogano (la Commissione europea o i singoli Ministeri nazionali, MUR, MIMIT, Salute etc.).

Se nella gestione della proprietà intellettuale generata dalle imprese o dagli OdR beneficiari di finanziamenti accademici le università rinunciassero a monte alla titolarità di qualsivoglia diritto di proprietà intellettuale [84] verrebbe tradita

[83] M. GRANIERI, *La gestione*, (nt. 7), 55.

[84] Tale effetto potrebbe verificarsi nell'ipotesi in cui la formulazione delle clausole dei contratti di ammissione al finanziamento, c.d. *grant agreement*, stipulati dalle università con le imprese o gli OdR beneficiari dei BAC prevedano o una rimessione totale della disciplina della proprietà intellettuale agli accordi di partenariato da stipularsi tra i beneficiari, come accade nei contratti di finanziamento conclusi a valle dell'esito positivo di selezione di un progetto *Horizon Europe*, oppure un esplicito accordo di attribuzione della titolarità, in via originaria o successiva (*sub specie* di cessione della titolarità) dei diritti di P.I. dell'università finanziatrice ai soggetti beneficiari.

completamente la *ratio* del nuovo art. 65, con frustrazione degli interessi delle università, EPR o IRCCS che quella disposizione è volta a preservare.

Si provocherebbe, inoltre, una ingiustificata disparità di trattamento (rilevante ai sensi dell'art. 3 Cost.) tra i beneficiari esterni dei finanziamenti accademici (che godrebbero della titolarità individuale dei DPI) e i beneficiari interni degli stessi finanziamenti, ossia il personale dipendente, con violazione anche della lettera dell'art. 65, primo comma, il quale assimila i dipendenti legati da un contratto di lavoro o di impiego al caso in cui i soggetti operino «nel quadro di una convenzione».

L'ulteriore rischio è che la scelta di trasferire sui beneficiari esterni dei finanziamenti pubblici tutti i DPI possa dar vita ad un atto di disposizione/dismissione del patrimonio pubblico con conseguente danno all'erario (ai sensi degli artt. 82, Legge generale di contabilità, r.d. 18 novembre 1923, n. 2440, art. 52 t.u. delle leggi sulla Corte dei conti, r.d. 12 luglio 1934, n. 1214), suscettibile di generare azioni risarcitorie da parte degli atenei (*ex* art. 18, primo comma, dello Statuto degli impiegati civili dello Stato, d.p.r. 10 gennaio 1957, n. 3) [85], verso i funzionari colpevoli di aver adottato soluzioni in contrasto con la lettera e con lo spirito del novello art. 65.

Si deve aggiungere, infine, un ulteriore argomento, a favore di questa conclusione, desumibile dalle regole sulla ricerca collaborativa, che verrebbero in gioco proprio nel caso dei bandi a cascata su progetti PNRR, nonché ogni qualvolta le università avessero necessità di esternalizzare una parte delle proprie ricerche a soggetti terzi, per il completamento di quegli obiettivi o target, *milestones* di progetto o di singoli *work packages*, che non siano in grado di attuare con il proprio personale dipendente (per mancanza di competenze, *know how*, risorse umane o mezzi strumentali). Coltivando questo percorso e qualificando le ricerche esternalizzate dalle università o da altri EPR come parti di una più ampia ricerca pubblica, dunque come ricerche in collaborazione e non come ricerche autonome, risulta doveroso attenersi ai principi contenuti nelle Linee Guida del MIMIT nella stipula degli accordi di ricerca che devono precedere l'erogazione del finanziamento (in entrata o in uscita), tra cui troviamo la preferenza per il regime di contitolarità dei diritti di proprietà intellettuale. Vero è che quelle linee guida, per espressa previsione dell'art. 65, quinto comma, sono destinate ad orientare la disciplina delle ricerche finanziate in tutto o in parte da altri soggetti (conto terzi e ricerche collaborative) cofinanziate dall'esterno; tuttavia, non vi è ragione per negare che la stessa disciplina debba essere applicata anche quando il flusso del finanziamento è invertito (dalle università alle imprese). E dunque, se lì viene indicato come regime negoziale preferibile da inserire nei contratti di ricerca (cofinanziata dai privati o in conto terzi) il regime di contitolarità sui risultati delle ricerche (*i.e.* DPI),

[85] Si rinvia alla precedente nt. 13 per il dettaglio di queste disposizioni.

a fortiori l'ente pubblico dovrebbe rivendicare e tenere per sé, in tutto o in parte, la titolarità dei diritti di proprietà intellettuale quando la ricerca sia commissionata con fondi propri erogati a terzi.

In conclusione, il cambiamento di rotta sulla titolarità istituzionale delle invenzioni accademiche porta con sé anche l'abbandono della logica che finora era tipica dei finanziamenti erogati dalle istituzioni governative nazionali o euro-unitarie, che continuerà a caratterizzare soltanto l'operatività della Commissione europea, dei suoi uffici, e dei Ministeri italiani nella gestione dei propri programmi di finanziamento a fondo perduto, per abbracciare il diverso sistema di gestione della P.I. (*invention-for-hire doctrine*) che finora ha caratterizzato soltanto le imprese private, basata sull'idea che la titolarità dei risultati della ricerca segue la regola del finanziamento: chi lo fa (anche solo in parte) avrà il diritto a rivendicarne l'intestazione a sé esclusiva o condivisa.

5. *Ulteriori questioni legate all'ambito soggettivo di applicazione della regola di titolarità istituzionale e le possibili soluzioni alle lacune: approcci regolatori e spunti dalle prime esperienze applicative dei regolamenti di Ateneo.*

La disposizione dell'art. 65 si riferisce espressamente al personale strutturato che intrattenga, con gli enti pubblici di ricerca, le università o gli IRCCS, un rapporto di lavoro o di impiego; si riferisce altresì anche al personale legato da un generico contratto con tali soggetti o da una convenzione con gli stessi, sicché sembrano essere inclusi il personale strutturato assunto a tempo determinato e indeterminato nonché il personale non strutturato ma legato da contratti o convenzioni anche a tempo determinato e breve. In questa così ampia nozione, quindi, è ragionevole considerare inclusi i contratti di ricerca stipulati con assegnisti, dottorandi, specializzandi, borsisti etc.

Il comma quarto dispone, altresì, che le università, gli enti pubblici di ricerca e gli IRCCS nell'ambito della propria autonomia, disciplinano: «a) le modalità di applicazione delle disposizioni di cui al presente articolo ai soggetti che hanno titolo a partecipare alle attività di ricerca, compresi gli studenti dei corsi di laurea per i risultati inventivi conseguiti nell'ambito delle attività di laboratorio ovvero nei percorsi di laurea».

Questa previsione, che rimette all'autonomia regolamentare la scelta di ampliamento dell'ambito soggettivo di applicazione delle invenzioni accademiche a tutti coloro che prendono parte alle attività di ricerca, con espressa menzione degli studenti, sembra confermare la soluzione già desunta dal tenore letterale, per la quale i soggetti già sottoposti a formali rapporti contrattuali (come assegnisti, dottorandi e specializzandi) siano già inclusi nella previsione del primo. Dunque, si

desume che non vi sia una libertà di scelta, e che la titolarità istituzionale non possa essere derogata in questi casi, trattandosi di soggetti equiparati *ex lege* al personale dipendente [86].

L'espressa menzione degli studenti, probabilmente, può essere spiegata immaginando che il legislatore (*rectius* i consulenti legali che hanno contribuito alla stesura del testo di legge novellato), conoscesse(ro) il caso che rappresenta l'unico precedente giurisprudenziale nazionale (noto ed edito) [87] degli studenti del Politecnico di Bari, deciso dalla Sezione specializzata per le imprese del Tribunale di Bari nel 2023. Si trattava di un caso complicato a causa di una disciplina lacunosa a monte, sia di tipo regolamentare che convenzionale [88]: l'invenzione era stata realizzata nell'ambito di un accordo di *partnership* tra l'Ateneo e un'impresa «secondo un modello di cooperazione che mette a disposizione degli allievi del corso locali, strumenti e materiali» aziendali [89]. Sembrava trattarsi di un *internship* svolto in azienda e propedeutico alla tesi di laurea, ma i giudici qualificano tale rapporto come «contratto di lavoro a tempo determinato e parziale», evidentemente per l'assenza di una disciplina di proprietà intellettuale ricavabile diversamente. Sulla base di queste premesse, si sarebbe dovuta classificare l'invenzione come invenzione di servizio o, meglio, invenzione d'azienda, e non invece come invenzione occasionale (ai sensi dell'art. 64, terzo comma, c.p.i.) secondo quanto deciso dal tribunale di prime cure. Dunque, sul piano strettamente logico-giuridico la soluzione presenta incongruenze e forzature rispetto al dato normativo.

Ciò nondimeno sul piano equitativo la soluzione merita di essere condivisa, e costituisce un precedente prezioso che, insieme al noto caso dei dottorandi di Stanford ideatori di Google [90], ci insegna che gli studenti universitari hanno un

---

[86] Così anche M. GRANIERI, *Tra concorrenza e isomorfismo*, (nt. 13), 383.

[87] Trib. Bari, 7 febbraio 2023, in *Foro it.*, 2023, I, 1298 con nota di M. GRANIERI, *Il caso limite dell'invenzione occasionale dello studente lavoratore*.

[88] Il regolamento sulla proprietà industriale del Politecnico di Bari in vigore dal 2014 (attualmente ancora vigente) prevede all'art. 2, terzo comma, che «con riferimento agli studenti del Politecnico di Bari, il presente regolamento si applica all'invenzione realizzata per la quale sia chiesto il brevetto o la registrazione o il titolo assimilabile al massimo entro il conseguimento della laurea». La previsione, però, sottintende che vi sia stata la comunicazione (o *disclosure*) da parte degli studenti, laddove invece appare lacunosa e non applicabile nel caso in cui il brevetto sia stato chiesto prima della laurea dal titolare dell'impresa, senza alcuna comunicazione all'Ateneo, oppure dopo la laurea da parte degli stessi studenti.

Diversamente altri regolamenti già prevedevano l'estensione agli studenti come nel caso dell'Università di Bologna (regolamento in vigore dal 2014) che all'art. 2, lett. *g*) includeva già nella definizione di "ricercatori" «gli studenti di ogni grado».

[89] Sono le parole usata nella decisione del Trib. Bari, cit.

[90] Larry Page e Sergey Brin, negli anni 1995-1997, erano dottorandi dell'Università di Stanford e qui scrissero la loro tesi di dottorato sviluppando la teoria secondo cui un motore di ricerca basato sull'analisi matematica delle relazioni tra siti web avrebbe prodotto risultati migliori rispetto alle tecniche di ricerca usate precedentemente (basate sul numero di citazioni). L'algoritmo di ricerca,

ruolo tutt'altro che marginale nelle ricerche accademiche, così da non poter essere trascurati. Ragionando diversamente, gli inventori più giovani sarebbero abbandonati in una condizione di svantaggio nei rapporti con le imprese, per debolezza negoziale e per sproporzione di forza economica (si pensi alle spese legali che i due giovani baresi hanno dovuto affrontare per rivendicare e far valere in giudizio i propri diritti) in relazione ad attività di ricerca che sono programmate per rientrare, come attività obbligatorie, nei percorsi di formazione accademica antelaurea o post-laurea.

Vi sono, però, lacune presenti nell'attuale art. 65 in relazione all'ambito soggettivo di applicazione: si pensi alla posizione dei *visiting professor* e *visiting student* che vengono ospitati spesso negli Atenei italiani per svolgere attività di ricerca o di didattica, o alla distinzione tra i docenti a tempo pieno e quelli a tempo definito, da cui il problema delle invenzioni realizzate nell'esercizio di attività libero professionali da parte di docenti e ricercatori (a tempo definito); e ancora, la questione dell'attività inventiva svolta nell'esercizio di attività extraistituzionale autorizzata dall'ateneo in favore di docenti a tempo pieno (disciplinata dall'art. 6, decimo comma-*bis*, l. n. 240/2010); oppure il caso dei docenti con doppie affiliazioni presso centri di ricerca pubblici o privati, o più frequentemente presso altre università estere; e da ultimo, ma non per ultimo, il problema delle invenzioni realizzate nell'ambito di società *spin off* accademiche partecipate o accreditate dalle università.

Si tratta, con ogni probabilità, di lacune volontarie e non inconsapevoli [91], presenti alla scopo di indurre gli enti di ricerca ad un uso responsabile dei propri spazi di autonomia regolamentare, funzionali a far elaborare una visione strategica dell'ateneo nel territorio e le conseguenti scelte di *policy* sulla proprietà intellettuale, che siano coerenti con il proprio apparato organizzativo, con le proprie risorse finanziarie e umane e con i risultati che ci si prefigge di realizzare attraverso la valorizzazione dei beni immateriali.

Le possibili opzioni regolatorie possono essere ricondotte a tre macrocategorie.

La prima possibile è quella basata sullo *status* istituzionale di appartenenza, che si può definire approccio *estensivo* o *massimalista*. Questa prima opzione consente di ricondurre le invenzioni alla titolarità istituzionale sempre e comunque in qualsiasi contesto vengano realizzate, anche fuori dai locali universitari, dai docenti a tempo pieno e a tempo definito, con riguardo alle attività libero professionali svolte da questi ultimi (e ammesso che le stesse possano generare trova-

---

che costituisce l'anima di Google, denominato *Page Rank*, fu brevettato a conclusione del dottorato, ma la titolarità era dell'Università di Stanford di cui i due studenti avevano sfruttato la piattaforma. Quando Page e Brin fondarono la loro società, il 4 settembre 1998, l'Università cedette alla società la titolarità del brevetto in cambio di 1,8 milioni di azioni, che nel 2005 (al momento della quotazione in borsa di Google) furono rivendute per 336 milioni di dollari dalla Stanford.

[91] Parla di «lacuna come opportunità» M. GRANIERI, *Tra concorrenza e isomorfismo*, (nt. 13), 384.

ti suscettibili di brevettazione e non consistano meramente in prestazioni di servizi – come accade per quelli legali o medico sanitari), oppure quando si tratti di docenti a tempo pieno ma debitamente autorizzati a svolgere incarichi extraistituzionali, o ancora quando i docenti svolgano attività di ricerca aggiuntiva presso enti o fondazioni private (come *Telethon*, AIRC, AIL, LILT etc.), o nella veste di professori a contratto presso altri atenei italiani o stranieri, e in tutti i casi riconducibili alla c.d. doppia affiliazione. La *ratio* sottesa a tale scelta è che il ricercatore di una istituzione (università, EPR o IRCCS) resti tale anche quando viene chiamato a svolgere attività di ricerca al di fuori del proprio Ateneo (attività che in ogni caso deve essere debitamente autorizzata), poiché anche nell'espletamento di tali incarichi esterni assolve le sue funzioni nella qualità di professore o affiliato ad una istituzione pubblica ed anzi, si potrebbe aggiungere, che *a fortiori* viene investito di incarichi professionali grazie al suo ruolo accademico che fa da calamita per attrarre clienti, incarichi privati o doppie affiliazioni. In quest'ottica le invenzioni occasionali non potrebbero esistere nel contesto della ricerca pubblica e accademica, poiché qui il ricercatore non fa altro che mettere in atto le competenze e le professionalità acquisite grazie al suo *status* e alla sua prima affiliazione accademica. Potrebbero, invece, configurarsi invenzioni occasionali del personale tecnico amministrativo atteso che non appartiene alle loro mansioni tipiche lo svolgimento di attività di ricerca, ad eccezione (forse) dei tecnici di laboratorio.

Il secondo approccio, qualificabile come *intermedio* o *temperato*, consiste nella previsione della titolarità istituzionale delle invenzioni soltanto ove queste vengano realizzate dal docente nel contesto accademico o nell'espletamento di attività istituzionali tipiche del proprio ufficio, non anche nell'espletamento di incarichi esterni svolti al di fuori del perimetro istituzionale [92]. In questa categoria possono ricadere tanto i regolamenti che introducano espresse eccezioni alla regola della titolarità istituzionale, quanto quelli che menzionino espressamente (nel perimetro della titolarità istituzionale) le sole invenzioni conseguite nell'espletamento delle attività di ricerca accademica, in attuazione di doveri istituzionali (sia quello generale di ricerca "libera" sia quello connesso all'espletamento di specifici progetti appositamente finanziati o a specifiche convenzioni dell'università con soggetti terzi), menzionando o meno gli ulteriori requisiti di svolgimento della ricerca nell'orario di servizio e nei locali dell'università. Ragionando in questa prospettiva, la casistica problematica prima menzionata (l'attività libero professionale svolta dai docenti a tempo definito oppure l'attività occasionale svolta dai docenti a tempo pieno sulla base di una espressa autorizzazione rettorale o anche le attività svolte in regime di doppia affiliazione) non ricadrebbe mai all'interno del perimetro applicativo dell'art. 65, e dunque le relative invenzioni resterebbero nella titolarità individuale del dipendente.

[92] Questa soluzione è stata indicata come compatibile e comunque applicabile di *default* in mancanza di espresse previsioni regolamentari da A. OTTOLIA, in AA.VV., *Lineamenti di diritto industriale*, (nt. 33), 458.

Infine, il terzo approccio regolatorio, che si può definire *minimalista* o *restrittivo*, è quello basato sull'uso delle risorse pubbliche. La titolarità delle invenzioni in questo caso può ricadere nel perimetro istituzionale soltanto se l'università abbia messo a disposizione del ricercatore risorse finanziarie o strumentali, come strutture o apparecchiature (libri, banche dati, laboratori e materiale di consumo utile alle ricerche), personale (inclusi tecnici o assistenti di laboratorio, studenti, dottorandi e assegnisti), *know how* o conoscenze di *background*. Diversamente, per tutte le ricerche svolte senza l'utilizzo di risorse materiali, immateriali o umane dell'ente la titolarità resta in capo al ricercatore: così nei casi di attività svolta presso la sede della seconda affiliazione, o di attività libero professionale (in regime di tempo definito) o extra-istituzionale occasionale (in regime di tempo pieno).

Il problema però resta aperto qualora gli enti di ricerca non facciano alcuna scelta regolamentare e non esplicitino il proprio orientamento, neanche indirettamente, nell'ambito dei propri regolamenti in favore di uno di questi approcci, dovendosi stabilire in questi casi quale sia il regime di *default* destinato ad operare come regola di applicazione residuale.

Probabilmente la soluzione più ragionevole, tenendo conto del necessario bilanciamento tra gli opposti interessi dell'istituzione pubblica di ricerca e del ricercatore, sembra essere quella dell'approccio *minimalista* o *restrittivo*, così da far rientrare nel perimetro dell'art. 65 soltanto le invenzioni ottenute durante l'espletamento dell'attività istituzionale di ricerca, svolta nell'orario e nei luoghi di lavoro e facendo uso di risorse (finanziarie, strumentali o umane) dell'ente datore di lavoro. Si può immaginare, però, che valga per le invenzioni dei ricercatori universitari una presunzione in favore del datore di lavoro, tale per cui le invenzioni realizzate dal personale strutturato si presumano fatte in attuazione delle proprie attività istituzionali di ricerca, salvo che il dipendente fornisca la prova dell'estraneità dell'invenzione dal perimetro delle attività di servizio [93].

Le prime esperienze applicative dei regolamenti adottati dopo la novella del 2023 vedono orientate le università verso l'approccio intermedio o quello minimalista/restrittivo. Inoltre, nei casi critici di cui qui si discorre, la tendenza è quella di disciplinare *ex ante* mediante convenzioni *ad hoc* i risultati delle ricerche: ciò risulta conforme alle prassi finora invalse nei casi di doppie affiliazioni, di *visiting professor* e *visiting student*, per i quali, a quanto consta dai regolamenti già modificati e pubblicati finora, nessun ateneo ha optato per l'approccio massimalista *tout court*. Similmente si procede mediante accordi o convenzione nei casi, ancora diversi, di ricercatori (o dottorandi o assegnisti) in visita presso istituzioni estere, e a queste figure si affianca spesso quella del *visiting scholar*. In questi casi di solito il problema non può essere risolto ricorrendo alle norme vigenti in Italia o nel regolamento del singolo ateneo, atteso che ogni università straniera tende

[93] In tal senso, su una precedente proposta di riforma, si era già espresso A. Musso, *Recenti sviluppi*, (nt. 7), 1096.

ad applicare le proprie regole interne ai docenti in visita da altri Paesi, senza che rilevi la ragione della mobilità (per ricerca o didattica o *traineeship*). In tutti questi casi la migliore soluzione risulta essere quella di stipulare una convenzione di mobilità, nella quale la disciplina della proprietà intellettuale diviene oggetto di apposita negoziazione tra le due istituzioni.

Guardando alle soluzioni adottate finora dalle Università italiane, per esempio, l'Ateneo di Bari ha scelto l'approccio *intermedio* o *temperato*, prevedendo una ampia applicazione della titolarità istituzionale a tutte le invenzioni accademiche fatte anche al di fuori dell'orario di servizio e dai locali universitari [94], incluse quelle dei professori a tempo definito, ma escludendo espressamente alcuni casi dal perimetro della titolarità istituzionale: si tratta delle opere dell'ingegno realizzate dal personale strutturato nell'ambito degli *spin off* e di quelle realizzate nell'ambito delle attività extraistituzionali di ricerca, svolte sulla base di specifica autorizzazione (secondo quanto previsto dall'art. 5, commi terzo e quarto, regolamento sulla P.I. [95]). L'esenzione non copre, invece, le invenzioni del personale a tempo definito, onde evitare di trasformare l'opzione per il regime di tempo definito come facile scappatoia dalla titolarità istituzionale [96].

Anche l'Università di Torino ha optato per un approccio *intermedio*, con una delimitazione dell'ambito applicativo alle sole attività istituzionali svolte dai docenti [97],

---

[94] La scelta non è stata casuale, quanto piuttosto basata sulla constatazione che i ricercatori universitari non hanno un orario di servizio, e potrebbero svolgere le proprie attività di ricerca anche fuori dai locali accademici (come spesso accade, si lavora da casa, in uno studio privato, nei locali di una università straniera ospitante per un soggiorno di ricerca). Così che un approccio formalistico, basato sul luogo e tempo di svolgimento delle proprie mansioni, mal si attaglia alle peculiari caratteristiche della ricerca accademica, anzi peggio potrebbe rappresentare una facile scappatoia per sottrarsi all'obbligo di comunicazione dell'invenzione presso l'UTT.

[95] Art. 5, terzo comma, recita: «In caso di doppia affiliazione del personale UNIBA strutturato ad altri enti di ricerca, pubblici o privati, italiani o stranieri, il regime dei diritti di proprietà intellettuale sui risultati delle ricerche svolte presso gli stessi sarà regolato da apposite convenzioni con l'Ateneo». E prosegue il quarto comma: «Restano altresì escluse dalla titolarità di UNIBA le opere dell'ingegno del personale strutturato realizzate nell'ambito di *spin off* accademiche ovvero nell'ambito delle attività extra-istituzionali di ricerca, svolte sulla base di specifica autorizzazione rilasciata al personale strutturato in regime di tempo pieno. Tale esclusione non si applica alle opere dell'ingegno realizzate dal personale strutturato in regime di tempo definito».

[96] Questo stesso argomento è impiegato da M. GRANIERI, *Fine del* professor's privilege, (nt. 1), 2, per sostenere che in assenza di indicazioni regolamentari e non essendoci alcuna distinzione normativa tra i docenti a tempo pieno e quelli a tempo definito, «si deve ritenere che l'opzione per il tempo definito non valga a disattivare la regola della titolarità istituzionale». Questa conclusione, tuttavia, contrasta con quella che si è segnalata in questo paragrafo come soluzione di *default* preferibile in mancanza di espresse indicazioni regolamentari.

[97] L'art. 3, secondo comma, sancisce che: «Per tutte le altre innovazioni che ricadono nel campo di applicazione del presente regolamento vale la regola per la quale i diritti appartengono all'Ateneo nella misura in cui l'innovazione possa dirsi compresa nel campo delle mansioni attribuite al suo autore o derivi da istruzioni specifiche o dalla partecipazione volontaria a iniziative istituzionali».

così che la titolarità dell'Ateneo ricade soltanto sulle invenzioni realizzate nell'attività di servizio, quelle comprese nel campo delle mansioni attribuite al suo autore o derivanti da specifiche istruzioni ricevute dalla propria struttura di appartenenza o dalla partecipazione volontaria a iniziative istituzionali. Anche in questo caso non si fa menzione dell'orario di servizio e dei locali universitari come condizione di applicazione della titolarità istituzionale.

L'Università di Catania [98], così come il Politecnico di Milano [99], l'Università di Palermo [100] e quella di Trento [101] hanno optato, invece, per una combinazione tra la seconda e la terza tipologia di approccio, ossia la soluzione della titolarità istituzionale soltanto per le invenzioni ottenute da attività di ricerca sviluppata nell'espletamento del proprio servizio da parte del ricercatore (dipendente o non dipendente) e sempre che questo si sia avvalso di attrezzature, strutture, finanziamenti o risorse economiche amministrate dall'Ateneo. Così facendo i casi di in-

[98] Art. 1 nella definizione di "inventore" si riferisce a «i professori di prima e seconda fascia, i ricercatori, i tecnici e ogni altro dipendente dell'Università di Catania che, nell'espletamento del proprio servizio, svolga attività di ricerca inventiva o presti collaborazione ai soggetti elencati; indica altresì i ricercatori non dipendenti, quali i dottorandi di ricerca, i titolari di assegni di ricerca, i soggetti che prestano la propria opera mediante contratto e tutti coloro che a qualsiasi titolo, pur non essendo lavoratori subordinati, svolgono attività anche non retribuita, utilizzando le strutture dell'Università».

[99] Art. 2, nella definizione di attività di ricerca autonoma si riferisce alla «attività di ricerca dell'Ateneo svolta dai dipendenti o dagli interni non dipendenti del Politecnico, sviluppata autonomamente, avvalendosi di attrezzature e strutture e/o di finanziamenti e di risorse economiche amministrate dal Politecnico».

[100] L'art. 2 reg. brevetti di Palermo delimita la disciplina del regolamento al «le invenzioni conseguite da uno o più ricercatori nel corso di un'attività di ricerca svolta nell'Università», laddove nel precedente art. 1 viene definita come "attività di ricerca svolta nell'Università" «l'insieme di operazioni dirette al conseguimento di un risultato inventivo poste in essere dal ricercatore nell'esercizio dell'attività scientifica cui egli stesso attende nell'adempimento dei compiti attinenti al suo ruolo, avvalendosi di attrezzature e strutture appartenenti all'Università e/o di finanziamenti e, comunque, di risorse economiche da questa amministrate».

[101] L'art. 3 reg. in materia di proprietà intellettuale dell'Università di Trento, definendo l'ambito di applicazione, stabilisce che: «1. Il presente Regolamento si applica ai Ricercatori e alle Ricercatrici dell'Ateneo che abbiano realizzato, o comunque conseguito, Beni Immateriali, come definiti dall'articolo 2, lett. b) del Regolamento, nell'ambito dello svolgimento di Attività di Ricerca.

2. Non rientrano nell'ambito di applicazione del presente Regolamento i diritti d'autore relativi a pubblicazioni scientifiche».

Nel precedente art. 2, tra le definizioni, l'Attività di Ricerca viene definita come «qualunque attività che possa dar luogo alla realizzazione o al conseguimento, da parte del Ricercatore o della Ricercatrice, di uno o più Beni Immateriali e che sia:

(i) finanziata in tutto o in parte dall'Ateneo, o

(ii) posta in essere nell'ambito di programmi o progetti di ricerca di cui siano parte l'Ateneo o una delle sue Strutture, oppure

(iii) condotta in modo autonomo dal Ricercatore o dalla Ricercatrice ma posta in essere utilizzando strutture o risorse economiche o strumentali dell'Ateneo stesso».

venzioni ottenute nell'esercizio di attività libero professionale, o attività extraistituzionale o doppia affiliazione (ricerca presso imprese o accademie o strutture di ricerca diverse) cadrebbero al di fuori dal perimetro soggettivo della titolarità istituzionale.

6. *Aspetti procedimentali: obbligo di comunicazione (e termini), prescreening, procedimento deliberativo e premialità.*

Con riguardo agli aspetti procedimentali, la novità più significativa è rappresentata dall'affermazione di un obbligo formale di comunicazione dell'invenzione all'ente di appartenenza, gravante in capo all'inventore. La sua rilevanza è correlata all'idea, che aveva fatto discutere in passato, che potesse esserci una assoluta libertà dell'inventore di disporre dei propri diritti (senza alcun obbligo di dover fare la *disclosure* delle proprie invenzioni) a fronte di un evidente interesse sancito dalla legge in capo alle università ad appropriarsi di una quota dei compensi (canoni e proventi) relativi alle licenze e a regolamentare i rapporti tra inventore, istituzione e terzi. Tale considerazione aveva fatto propendere per l'esistenza di un implicito dovere di comunicazione, sebbene totalmente pretermesso dalla legge [102].

Finalmente la novella ha sciolto questi dubbi stabilendo, non soltanto, che «l'inventore deve comunicare l'oggetto dell'invenzione alla struttura di appartenenza con onere a carico di entrambe le parti di salvaguardare la novità della stessa»; altresì, ha previsto gli effetti della mancata comunicazione, ossia che «l'inventore non può depositare a proprio nome la domanda di brevetto, ai sensi del comma 3, fermi restando la possibilità di rivendica ai sensi dell'art. 118 e quanto previsto dagli obblighi contrattuali». Va da sé, altresì, che l'omissione della comunicazione avrà l'effetto di non consentire l'operatività del terzo comma, sul procedimento deliberativo e l'effetto decadenziale in caso di superamento del termine semestrale per il deposito del brevetto, né probabilmente il ricercatore inadempiente potrà opporre all'ente il suo eventuale inadempimento esercitando il suo diritto di ripresa [103], in base al principio dell'eccezione d'inadempimento (*inadimpleti non est adimplendum*, art. 1460 c.c.).

---

[102] Il problema è stato dapprima segnalato da M. LIBERTINI, *Appunti*, (nt. 7), 2176; ID., *I centri di ricerca e le invenzioni dei dipendenti nel codice della proprietà industriale*, cit., 65, e risolto ritenendo che vi fosse un dovere di protezione in capo al ricercatore dell'interesse patrimoniale del proprio datore di lavoro, sicché egli non potesse disporne liberamente, rinunciandovi o cedendolo, senza tenere conto dell'interesse dell'università. Successivamente il tema dell'obbligo di comunicazione è stato approfondito da M. CAVALIERE, *Trasparenza informativa e* innovation disclosure *nella ricerca universitaria. Prospettive di riforma*, (nt. 60), 229 ss. cui si rimanda per ulteriore bibliografia anteriore alla riforma.

[103] Sostiene che si verifichi in questi casi la perdita del "diritto di ripresa" in caso di inerzia dell'ente M. GRANIERI, *Tra concorrenza e isomorfismo*, (nt. 13), 383.

Dunque, il legislatore si è spinto fino a configurare, in termini chiari, quali possano essere sia le conseguenze dell'inosservanza dell'obbligo di comunicazione, cioè il divieto di brevettazione in proprio, sia gli effetti dell'inosservanza di quest'ultimo divieto, e lo ha fatto richiamando tanto l'azione di rivendica (disciplinata dall'art. 118 c.p.i.), che gli enti potranno esperire contro i propri dipendenti infedeli, quanto le previsioni contrattuali. Così facendo si è voluto adottare una formula ellittica e morbida per richiamare gli effetti di legge connessi alle violazioni dei doveri d'ufficio dei pubblici dipendenti, che consistono nelle sanzioni civili (risarcimento danni), penali (reato di peculato e/o appropriazione indebita), erariali e disciplinari (per violazione di obblighi di legge e per aver sottratto beni immateriali alla disponibilità dell'ente datore di lavoro), oltre alle ulteriori sanzioni previste dal codice della proprietà industriale (azione di rivendica, di contraffazione, riversione degli utili etc.).

La comunicazione assolve anche alla funzione di scandire l'avvio di un procedimento: all'ente viene, infatti, concesso un termine di sei mesi per la brevettazione (prorogabile ulteriormente di tre mesi) decorrenti dalla data della comunicazione. Il termine ha natura perentoria e assume la veste di termine di decadenza, stante l'effetto di perdita del diritto al brevetto che esso determina per l'ente, con conseguente riespansione della titolarità individuale sull'invenzione e la piena disponibilità dell'inventore ad effettuare la brevettazione in proprio. Tuttavia, essendo il termine stabilito nell'interesse dell'inventore, e trattandosi di un diritto disponibile, appare ragionevole immaginare che, ove questi non faccia valere il proprio diritto al brevetto subito dopo lo spirare del termine o sia acquiescente rispetto al ritardo (nel deposito del brevetto) del proprio ente di appartenenza, mancherà l'interesse ad agire per far valere gli effetti decadenziali dal diritto al brevetto.

Si deve osservare che questi termini sembrano, sebbene stringenti, al contempo irragionevolmente lunghi e incompatibili con le esigenze dei ricercatori, se si pensa alla velocità con cui procedono le attività di ricerca e quelle di pubblicazione dei risultati [104], le quali verrebbero sospese durante l'intero arco del procedimento; ma anche ragionevoli se si pensa alla natura perentoria degli stessi e all'effetto (decadenziale) per l'ente del loro decorso, senza considerare i tempi della burocrazia pubblica. Evidentemente siamo di fronte ad una soluzione di compromesso che il legislatore ha dovuto escogitare per bilanciare gli opposti interessi.

Il tema della durata del procedimento e della (in)compatibilità con i tempi della ricerca [105], però, resta sul tavolo e, nel tentativo di risolverlo, si è spostata

[104] Vedi C. DEL RE, *Il modello di titolarità*, (nt. 7), 290 e nt. 53, nella parte in cui richiama i dilemmi accademici e tra questi il timore degli accademici di vedersi limitati nella libertà di pubblicazione a causa dei tempi necessari per la tutela giuridica del brevetto.

[105] Negli US i tempi di deposito di una domanda di brevetto da parte delle università si contano in giorni, spesso una settimana è sufficiente, laddove in Italia anche il più efficiente degli UTT non

l'attenzione (in sede di recepimento della novità legislativa) sulla importanza del *pre-screening*, come fase iniziale del procedimento idonea a sciogliere l'*impasse* sulla sussistenza o meno dei requisiti di brevettabilità dell'invenzione e sulla sussistenza dell'interesse dell'ente alla brevettazione. Questa fase, se svolta celermente, consentirebbe al ricercatore di conoscere in tempi brevi quale sia la sorte del suo trovato (in altri termini, se vi sia interesse alla brevettazione da parte del datore di lavoro o meno), senza dover attendere il decorso dei sei mesi previsti dalla legge e senza così rischiare di veder sfumare il carattere innovativo (anche solo) di una sua pubblicazione con il passare del tempo.

La questione del *pre-screening* è apparsa subito cruciale agli interpreti e, difatti, molti regolamenti hanno avanzato soluzioni utili a garantire il celere svolgimento di questa fase, alcuni attribuendo al Rettore o suo delegato la funzione di prima valutazione dell'invenzione [106], altri invece rimettendo all'UTT (o TTO) questa prima valutazione, anche ricorrendo all'ausilio di mandatari esterni [107]; non mancano, però, soluzioni più "arrendevoli" che non prevedono una fase di valutazione preliminare, rimettendo *in toto* all'autovalutazione discrezionale dei ricercatori il giudizio di sussistenza o meno di un trovato brevettabile [108].

Questa fase iniziale di valutazione non può, tuttavia, eliminare il ruolo della Commissione brevetti o Commissione proprietà intellettuale, per l'analisi completa dell'istruttoria e la pronuncia nel merito di un parere (di regola obbligatorio e vincolante) da proporre agli organi (il Consiglio di amministrazione) per l'assunzione della decisione finale sulla brevettazione o meno del trovato, sebbene l'esperienza negli US dimostri l'inutilità delle Commissioni interne di ateneo [109]. Non si può negare che un procedimento composto da tre fasi interne (pre-screening, parere della Commissione brevetti o Commissione proprietà intellettuale e delibera finale del CdA) oltre ad una esterna (l'affidamento dell'incarico al mandatario per il *pre-screening* e/o per la stesura della domanda di brevetto) può burocratizzare troppo e inceppare il procedimento di brevettazione che, invece, nell'intento del legislatore, dovrebbe essere snello. Allo stesso tempo, però, si deve considerare che solo adottando questo *iter* procedimentale si può garantire una adeguata ponderazione degli interessi in gioco per giungere ad una decisione sulla dismis-

---

riesce a concludere la procedura di brevettazione prima di due o tre mesi. Evidentemente c'è un *gap* da colmare, ma lo si potrà fare pianificando una *roadmap* di efficientamento dei processi e della produttività dei dipendenti amministrativi degli enti, da realizzarsi anche attraverso la compartecipazione del PTA degli UTT alle premialità legate allo sfruttamento economico dei brevetti e delle altre privative.

[106] Così è stato fatto dal Politecnico di Milano.

[107] Come previsto dal regolamento dell'Università degli Studi di Bari.

[108] In questa direzione si è mossa l'Università di Palermo, nella previsione dell'art. 4, primo comma.

[109] Cfr. M. Granieri, *La gestione*, (nt. 7), 111-113.

sione di un potenziale *asset* o sulla sua valorizzazione, che impatta sulle spese dell'amministrazione e potrebbe tradursi in un atto di dismissione del patrimonio immateriale.

Si deve tener presente che il rischio di assumere una decisione sbagliata o inopportuna rileva anche sul versante della responsabilità erariale (come già segnalato) [110], sulla non brevettazione di un'invenzione promettente che a distanza di anni si riveli una "miniera d'oro" per il suo inventore; sebbene si debba ritenere che tutte le valutazioni debbano essere fatte *rebus sic stantibus* e allo stato dell'arte, senza poter imputare (col senno di poi) agli organi dell'ente la mancata considerazione di fatti o conoscenze scientifiche emerse successivamente, e comprovanti la rilevanza del trovato.

In ogni caso, quando l'ente comunica all'inventore di non essere interessato alla protezione dell'innovazione ovvero non conclude la procedura di brevettazione entro sei (massimo nove) mesi, al ricercatore spetta il "diritto di ripresa" sull'invenzione: potrà, così, proteggere a proprio nome il trovato, depositando la domanda di brevetto e trattenendo per sé ogni conseguente utilità economica, salve diverse previsioni regolamentari [111]. In questo caso non dovrebbe operare la regola, vigente in passato, che consentiva alle università di brevettare a proprio nome e a proprie spese una invenzione del ricercatore, previa cessione della titolarità, né la regola dell'anticipazione delle spese di brevettazione da parte dell'università, stante la valutazione già espressa di disinteresse per la titolarità dell'invenzione, ma qui il condizionale è d'obbligo [112].

Passando al tema dei rapporti con gli inventori e delle premialità riconosciute per l'attività inventiva, questi possono svolgere un ruolo cruciale nelle strategie di incentivazione dell'attività brevettuale delle università, degli EPR e degli IRCCS, essendo venuta meno la soglia minima di spettanza per gli inventori (in passato pa-

---

[110] V. *supra* nt. 13.

[111] Di regola il disinteresse dell'ente per il trovato dovrebbe comportare la perdita del diritto di sfruttamento economico e anche della percezione di ogni utilità derivante dalla brevettazione fatta in proprio dall'inventore, così M. GRANIERI, *Fine del* professor's privilege, (nt. 1), 2. Tuttavia, non si può escludere che in sede regolamentare le istituzioni scelgano di imporre ai propri ricercatori un piccolo contributo per il funzionamento degli UTT, che potrà essere dato in forma di quota percentuale sugli utili realizzati dallo sfruttamento del brevetto o altro DPI. In tal caso la misura percentuale del prelievo "forzoso" dovrà essere estremamente contenuta (inferiore al 10%) per evitare di generare malcontenti tra il personale.

[112] Il Regolamento dell'Università di Palermo (art. 7) prevede un meccanismo di anticipazione delle spese di prima brevettazione o di estensione del brevetto all'estero da parte dell'Ateneo in favore del ricercatore, che sembra contrastare sia con la logica della titolarità istituzionale sia con il basilare divieto di *venire contra factum proprium*: chi dichiara di non essere interessato alla registrazione in proprio di un trovato, la cui titolarità gli spetta per legge, perché mai dovrebbe accollarsene le spese di registrazione, sia pure temporaneamente? Questo sembra essere un caso in cui il danno erariale commesso dall'amministrazione dell'università è duplice: prima per l'atto di dismissione e poi per la sopportazione di spese non dovute.

ri ad almeno il 50% dei proventi derivanti dallo sfruttamento dei brevetti). Atteso che le comunicazioni o *disclosure* potrebbero rallentare l'iter delle pubblicazioni scientifiche, o addirittura indurre i ricercatori a preferire le seconde riducendo le prime in ragione dei lunghi tempi dei procedimenti interni per la brevettazione [113] (così inducendo una reazione alla nuova normativa simile al "dilemma del prigioniero"), se gli enti vorranno spronare i propri ricercatori a brevettare le loro invenzioni, accettando un sacrificio o un rallentamento delle pubblicazioni scientifiche, sarà necessario fare leva sull'adozione di adeguate premialità [114]. Le premialità, inoltre, potranno essere una importante leva di concorrenza tra gli atenei [115].

Stando ai regolamenti finora aggiornati, si può constatare il ricorrere di almeno tre diversi approcci in relazione alle premialità. Il primo si può definire *conservativo o inerziale*, e consiste nel riproporre senza alcuna novità (come per inerzia) le stesse aliquote fissate dal regolamento anteriormente alla riforma e di frequente consistenti nel 50% all'ateneo e 50% all'inventore [116]. Il secondo, qualificabile come *incrementale per l'inventore*, è funzionale ad accrescere in maniera forte gli incentivi per gli inventori alla brevettazione [117]: in questi casi le aliquote fissate dal regolamento sono superiori al 50%, in taluni casi del 70% e in altri addirittura dell'80% [118]. Infine, il terzo orientamento, che si può definire *incrementale per l'ente*, risulta essere coerente con il regime proprietario istituzionale, portando un accrescimento dell'aliquota spettante al datore di lavoro che, se in passato era normalmente pari al 50%, adesso dovrà aumentare in maniera inversamente proporzionale all'aliquota spettante agli inventori: si può immaginare il 30% al-

[113] Così anche M. GRANIERI, *La gestione*, (nt. 7), 112.

[114] Segnala la centralità del tema dell'incentivo individuale del ricercatore, ai fini di un'efficiente pratica di trasferimento tecnologico, M. GRANIERI, *La gestione*, (nt. 7), 191. Non condivisibile appare invece la posizione espressa da E. AREZZO, *La nuova disciplina*, (nt. 67), 866-867, (per le ragioni già spiegate nella precedente nt. 67) che esprime rammarico per la scomparsa della disposizione previgente che riservava al ricercatore una remunerazione non inferiore al 50% degli introiti ottenuti dal TT dei risultati della ricerca e secondo cui sarebbe stato preferibile il richiamo alla disciplina dell'equo premio, di cui all'art. 64, secondo comma, c.p.i. Difatti, la maggiore autonomia affidata agli Atenei e agli enti pubblici di ricerca sta spingendo di fatto verso la valorizzazione dei risultati della ricerca e conseguentemente l'attenzione delle Università alle premialità (mai finora fissate dai regolamenti ad una soglia inferiore al 50%); mentre appare condivisibile il richiamo al criterio di calcolo dell'equo premio (di cui all'art. 64, secondo comma) come parametro minimale e residuale evocato in dottrina (A. OTTOLIA, in *Lineamenti*, (nt. 33), 458) che opererebbe nei casi di mancato adeguamento normativo dei regolamenti interni al nuovo art. 65, oppure nei casi di palese esiguità della premialità fissata dai regolamenti accademici.

[115] In passato in tal senso già M. RICOLFI, *Le invenzioni brevettabili*, (nt. 7), 10.

[116] Si vedano in tal senso i regolamenti delle Università di Torino, Palermo, Catania e Trento.

[117] Questo approccio viene suggerito da G. CONTI, M. GRANIERI, A. PICCALUGA, *La gestione*, (nt. 8), 24.

[118] Queste le soluzioni prescelte rispettivamente dall'Università di Bari e dal Politecnico di Milano.

l'inventore e il 70% all'ente, da suddividere ulteriormente tra il dipartimento di afferenza dell'inventore (30-35%) e l'amministrazione centrale dell'ente (35-40%), ma ad oggi non risulta essere stato adottato da alcun ente di ricerca.

Sarà, inoltre, rimessa ai regolamenti la soluzione del problema, già sollevato in passato e poi risolto dal Codice della proprietà industriale con l'art. 64 [119] solo per il settore privato, se l'equo premio spetti al ricercatore soltanto subordinatamente al buon esito della procedura di brevettazione, ovvero anche qualora l'ente preferisca sfruttare l'invenzione in regime di segreto, sebbene questa seconda soluzione si lasci preferire in mancanza di previsione regolamentare espressa, in analogia con il regime previsto per le invenzioni dei dipendenti nel settore privato [120].

Infine, per quanto attiene alla disciplina degli altri diritti di proprietà intellettuale diversi dalle invenzioni, ma comunque suscettibili di protezione e di sfruttamento economico, la direzione era già stata tracciata prima della novella 2023 individuando nell'art. 64 la soluzione sistematicamente più coerente con una panoplia di regole diverse per ciascuna tipologia di privativa. Nondimeno, la soluzione auspicabile potrebbe essere quella di approfittare dell'adeguamento normativo dei regolamenti interni per includere esplicitamente i diritti di proprietà intellettuale diversi dal brevetto nel perimetro della disciplina, estendendo ad essi la regola di titolarità istituzionale, come per altro già fatto da alcuni atenei prima del 2023 [121].

7. *I contratti di ricerca: principi delle Linee Guida Mimit e circolarità dei regolamenti di Ateneo su P.I., conto terzi e società* spin off.

Meritano attenzione anche i princìpi elaborati all'interno delle Linee Guida del Ministero delle Imprese e del Made in Italy (adottate con decreto interministeriale il 26 settembre 2023, e pubblicate nella Gazzetta Ufficiale il 28 settembre 2023), per i contratti di ricerca con soggetti esterni finanziatori o co-finanziatori, emanate in attuazione dell'art. 65, commi quarto e quinto, c.p.i. [122], sebbene la loro portata

[119] Come noto l'art. 23 del r.d. n. 1127/1939 (Legge invenzioni) prevedeva il rilascio del brevetto come fattispecie costitutiva del diritto all'equo premio per l'inventore, mentre con il varo del Codice della proprietà industriale, l'art. 64, secondo comma, ha previsto esplicitamente ai fini della concessione dell'equo premio la condizione alternativa che il datore di lavoro ottenga il brevetto o lo utilizzi in regime di segretezza industriale, come risulta anche dal coerente cambiamento della giurisprudenza (cfr. Cass., 20 novembre 2017, n. 27500, cit.).

[120] Cfr. A. OTTOLIA, *sub* art. 64, (nt. 76), 485.

[121] Per tutti si vedano i regolamenti dell'Università di Brescia e del Politecnico di Milano.

[122] «I soggetti indicati al comma 1, nell'ambito della propria autonomia, disciplinano: (omissis) c) i rapporti con i finanziatori della ricerca che produca invenzioni brevettabili, regolati mediante accordi contrattuali redatti tenendo conto di quanto previsto al comma 5». Il medesimo art. 65, quinto comma, prosegue stabilendo che: «I diritti derivanti dall'invenzione realizzata nell'esecuzione di attività di ricerca svolta dai soggetti di cui al comma 1, finanziata, in tutto o in parte, da altro sogget-

vaga e non innovativa né precettiva, sia stata oggetto di critiche [123].

Il Ministero ha, innanzitutto, raccomandato di elaborare gli accordi con i soggetti finanziatori assicurando una composizione equilibrata dei diversi interessi in gioco tra le parti, indicando come interesse che le università, gli EPR e gli IRCCS devono perseguire quello della *visibilità per la propria attività inventiva*, laddove, per contro, le imprese perseguono la *disponibilità piena, libera e immediata* dei diritti di proprietà intellettuale sui risultati della ricerca commissionata.

Utile, sebbene ripetitivo della prassi contrattuale già nota, risulta essere la classificazione delle attività in conto terzi contenuta nell'art. 5 delle Linee Guida in tre diverse categorie: 1) le "attività di servizio", consistenti in studi applicativi, verifiche, misurazioni ed altre attività routinarie, «per l[e] qual[i] occorre una strumentazione non in dotazione al soggetto finanziatore» (art. 5.1), che normalmente non conducono a risultati inventivi e diritti di P.I. da proteggere; 2) le "attività di sviluppo", che consistono in attività di ricerca applicativa su progetti «già in fase di sviluppo presso lo stesso soggetto finanziatore, che normalmente dispone di conoscenze pregresse di natura proprietaria e talvolta anche già protette da forme di privativa», chiedendo «all'Università, all'EPR o all'IRCCS un intervento qualificato volto all'ottimizzazione, validazione, raffinamento o completamento dell'idea/tecnologia» (art. 5.2); 3) e le "attività di ricerca innovativa", quali possono essere «ricerche che portino alla soluzione di un problema tecnico o ad un nuovo prodotto o nuovo uso di un prodotto/applicazione del soggetto finanziatore» in cui «la generazione di nuova proprietà industriale è solitamente un risultato contemplato dal programma contrattuale e rappresenta un esito molto probabile e atteso delle attività di ricerca» (art. 5.3).

Da questa tripartizione derivano indicazioni per orientare sia l'attività regolamentare degli atenei (regolamenti sul conto terzi) sia l'attività contrattuale di ricerca con le imprese, in relazione alla disciplina dei risultati inventivi. *In primis*, nel caso delle "attività di servizio", non venendo in rilievo la generazione di DPI ed esitando essa in calcoli, misurazioni e verifiche di *routine*, i risultati potranno essere lasciati alla titolarità esclusiva delle imprese senza che venga leso alcun diritto o aspettativa sui beni immateriali delle università, EPR o IRCCS, in modo da considerare il corrispettivo versato dalle imprese come comprensivo dei risultati delle ricerche commissionate. Invece, nel caso delle "attività di sviluppo" e di "ricerca innovativa" verranno in rilievo gli interessi dell'ente sui DPI, in ragione del fatto che il contributo dei ricercatori pubblici sarà determinante nel primo caso per "l'ottimizzazione, validazione, raffinamento o completamento dell'idea" o

to, sono disciplinati dagli accordi contrattuali tra le parti redatti sulla base delle linee guida, che individuano i principi e i criteri specifici per la regolamentazione dei rapporti contrattuali, adottate con decreto del Ministro delle imprese e del made in Italy, di concerto con il Ministro dell'università e della ricerca, entro sessanta giorni dalla data di entrata in vigore della presente disposizione. Sono fatti salvi gli accordi stipulati tra le parti prima dell'emanazione delle predette linee guida».

[123] Così E. AREZZO, *La nuova disciplina*, (nt. 67), 869.

della tecnologia iniziale appartenente all'impresa, e nel secondo caso per addivenire ad una invenzione grazie alle «conoscenze tecnologiche indifferenziate pregresse sia del soggetto finanziatore che dell'Ente» (art. 5.3) che si andranno a combinare tra loro, come tipicamente avviene nella ricerca collaborativa.

Viene pertanto esplicitato (e questo non è privo di rilievo) che nel conto terzi si possono verificare situazioni riconducibili alla ricerca in collaborazione (fatta eccezione per "l'attività di servizio"). Sicché la ricerca collaborativa, se richiede che venga disciplinato il risultato della ricerca con apposite convenzioni tra le parti, nondimeno ciò dovrà avvenire nel rispetto dei Regolamenti sulla Proprietà Intellettuale, laddove per prassi la ricerca collaborativa conduce ad un regime di contitolarità sul c.d. *joint foreground*, variamente combinata secondo il sistema della parità delle quote, ovvero delle quote diversificate in funzione dei diversi apporti creativi delle parti al risultato inventivo, ovvero ancora delle quote diversificate in rapporto al finanziamento conferito da ciascuna parte alla ricerca. Da qui l'importanza di una lettura combinata e di una revisione simultanea dei regolamenti su invenzioni o proprietà intellettuale e sul conto terzi, in un'ottica di circolarità e coerenza delle soluzioni prescelte ed *ivi* attuate.

Una conferma della preferenza per la contitolarità dei DPI e della qualificazione del conto terzi come ricerca collaborativa la si evince, oltre che dai passaggi dell'art. 5.2 e 5.3 delle Linee Guida sopra riportati, anche dalla circostanza che il Ministero, quando nel successivo art. 6.5 delle Linee Guida elenca le possibili soluzioni per la disciplina del c.d. *foreground*, menziona come prima opzione possibile quella della contitolarità dei risultati tra Ente e soggetto finanziatore, così dimostrando che si tratta della scelta preferita dal Ministero. Difatti, la collocazione come prima alternativa rispetto alle altre due, quella della titolarità esclusiva dell'Ente e della titolarità esclusiva del soggetto finanziatore, come già emerso in precedenza (*supra* § 4), sembra avvertire e (implicitamente) consigliare che anche il conto terzi, pur essendo interamente finanziato dalle imprese, possa rientrare nella tipologia di ricerca collaborativa, per il necessario coordinamento tra mezzi strumentali, risorse umane e conoscenze (*background*, *know-how* pregresso e *sideground*) riferibili all'impresa e all'Ente, sebbene in misura diversa.

Non trascurabile, sul piano operativo, è l'ulteriore indicazione che proviene dall'art. 6, concernente gli aspetti inderogabili da disciplinare nel contratto e che rivela, per la numerosità delle voci interessate dalla qualificazione in termini di "aspetti minimi e necessari" (sembra essere questo il significato più corretto del termine "inderogabile" che a prima vista rimanda ad un regime imperativo di immodificabilità delle regole, ma così non è), una certa "esuberanza" rispetto alla stretta tematica della titolarità dei risultati della ricerca [124].

[124] Recita l'art. 6 che «Il contratto tra le parti deve essere stipulato antecedentemente all'avvio dell'attività di collaborazione, in modo da definire *ab origine* tutti gli aspetti oggetto del rapporto. Si ritiene che in ogni caso i seguenti aspetti debbano essere disciplinati:

Se, infatti, è vero che alcuni aspetti sono qualificati come necessari al fine di fornire chiarezza e completezza al contratto di ricerca (si pensi all'indicazione delle parti e dei responsabili per ciascuna di esse, all'esplicitazione chiara delle finalità, alla definizione delle parole chiave, all'indicazione dell'oggetto e della natura della collaborazione) ed altri sono qualificati come necessari perché potenzialmente forieri di controversie, ove non fossero disciplinati espressamente (è il caso del regime del *background* e del *foreground*), vi sono anche contenuti molto distanti dalla disciplina della proprietà intellettuale, di cui si richiede l'espressa regolamentazione (la disseminazione dei risultati, la disciplina della riservatezza, e la disciplina delle pubblicazioni). Tuttavia, a ben vedere, si tratta di elementi in vario modo connessi al regime di proprietà intellettuale prescelto nell'accordo che, sebbene distanti tra loro, potranno dar vita a soluzioni diverse a seconda delle opzioni prescelte per la disciplina della titolarità dei DPI [125].

Per prassi ormai le università sono solite pubblicare i propri *template* di contratti di ricerca nei siti istituzionali o come allegati o nelle stesse pagine *web* dedicate ai Regolamenti sulla proprietà intellettuale e sul conto terzi, così che risulta agevole conoscere questi contratti quanto meno nella loro portata generale (sebbene i singoli accordi siano coperti da riservatezza). Da ciò è possibile identificare sia le soluzioni operative sia le clausole più ricorrenti, aiutando così gli UTT degli enti di minori dimensioni a fare scelte che sarebbero difficili o antieconomiche se fossero fatte in autonomia, senza un confronto e una circolazione delle idee e delle soluzioni pratiche [126].

---

a) Indicazione delle parti e dei responsabili, per ciascuna parte, dell'attuazione dell'attività di ricerca;
b) indicazione dell'oggetto e della finalità della collaborazione;
c) Elenco delle definizioni o glossario delle parole usate nel testo dell'accordo;
d) Regime delle conoscenze pregresse, c.d. *background* (diritto di accesso pre e post);
e) Regime delle conoscenze parallelamente sviluppate dalle parti, c.d. *sideground* (diritto di accesso pre e post);
f) Regime dei risultati attesi dalla ricerca, c.d. *foreground*;
g) Determinazione degli aspetti economici (premi, corrispettivi, opzioni, ovvero condivisione a titolo gratuito mediante licenza gratuita etc.);
h) Titolarità dei risultati e disciplina del suo sfruttamento economico;
i) Disciplina della riservatezza;
j) Disciplina delle pubblicazioni (e anche delle ricerche successive);
k) Durata, recesso e risoluzione (incluso il foro competente per le controversie e le norme applicabili, specie per accordi con soggetti stranieri).».

[125] Si pensi alle pubblicazioni e, più in generale, all'utilizzo dei risultati di una ricerca per finalità non commerciali di didattica e ricerca da parte di un ricercatore accademico: se i diritti di sfruttamento economico sui risultati della ricerca sono attribuiti in contitolarità all'istituzione di appartenenza e ad un'impresa, quest'ultima dovrebbe avere diritto a ricevere una comunicazione preventiva dal ricercatore per valutare se la divulgazione, o l'ulteriore utilizzo che questi vorrà fare dei risultati, siano compatibili con l'esclusiva di cui è titolare ovvero richiedano cautele o misure di protezione (differimento, embargo, omissioni o stralci del contenuto).

[126] Così nasce il tanto diffuso fenomeno dell'isomorfismo dei regolamenti e delle prassi negozia-

Occorre dedicare anche qualche riflessione finale alle imprese *spin off*, che costituiscono uno degli strumenti per la valorizzazione dei risultati della ricerca pubblica e per la promozione dell'imprenditorialità accademica, le quali soprattutto negli Stati Uniti hanno avuto un ruolo significativo come volano per lo sviluppo delle innovazioni accademiche su scala industriale [127]. Tale strumento si presta ad essere preferito rispetto alle diverse forme di *tech-transfer*, in particolare quando i ricercatori coinvolti abbiano una spiccata vocazione all'intraprendenza commerciale e quando l'impresa e l'università siano già *partner* nelle ricerche ed abbiano raggiunto buoni risultati che, però, necessitano di ulteriori finanziamenti e sperimentazioni per essere portati sul mercato: di regola ciò accade quando le ricerche condotte all'interno degli atenei abbiano raggiunto un livello di maturazione intorno al TRL 6 (*Technology Readiness Level*), e siano abbastanza promettenti da spingere le parti a continuare a finanziare la fase del *proof of concept*.

Fermo restando il problema dei limiti alla costituzione di società *spin off* e all'esercizio delle imprese da parte delle università e dei suoi ricercatori (di cui non ci si può occupare in questa sede) [128], e limitandosi alla disciplina della proprietà intellettuale e industriale connessa alle attività degli *spin off*, è opportuno distinguere tra i diritti di proprietà industriale e intellettuale generati "per" le società *spin off* da quelli generati "dalle" società *spin off*. Nel primo caso si tratta delle invenzioni realizzate dai ricercatori universitari prima della costituzione di una società veicolo, mentre nel secondo caso si tratta di invenzioni generate all'esito dell'autonoma attività di ricerca condotta all'interno dello *spin off* e dopo la sua costituzione.

Sebbene manchino riferimenti normativi in tal senso, tanto nel nuovo art. 65 c.p.i. quanto nelle Linee Guida MIMIT, appare evidente la non assimilabilità dei due casi, i quali dovranno richiedere una distinta attenzione e trattamento da parte degli enti in fase di predisposizione dei regolamenti interni. Difatti, la società *spin off* che venga creata per portare sul mercato il *know-how* acquisito da docenti e ricercatori in un determinato settore o ambito di ricerca risponde alla domanda del mercato di nuovi servizi tecnologici innovativi, per risultati delle ricerche già sviluppate nel contesto accademico, deve essere tenuta distinta dal caso in cui gli *spin off*, dopo la loro costituzione, partecipino a bandi competitivi o sviluppino nuove progettualità, procacciandosi finanziamenti per mantenersi in vita e, nel fa-

---

li degli atenei italiani, che rappresenta l'effetto della dominanza culturale degli atenei di maggiori dimensioni e meglio attrezzati sul piano organizzativo e delle competenze specialistiche degli UTT, rispetto agli enti di minori dimensioni.

[127] In tal senso G. CONTI, M. GRANIERI, A. PICCALUGA, *La gestione*, (nt. 8), 149 ss.

[128] Si rimanda allo studio condotto da M. GRANIERI, *Di università imprenditoriale*, (nt. 14), 385 ss., ricordando che la materia è soggetta alla limitazione generale prevista dalla Legge Gelmini (art. 6, nono comma, l. n. 240/2010) e al successivo decreto attuativo d.lgs. n. 297/1999 oltre che all'autonomia regolamentare dei singoli atenei.

re ciò, riescano a generare nuovi DPI rispetto a quelli iniziali, eventualmente posseduti in titolarità o per licenza dell'ateneo [129].

Nel primo caso vengono in considerazione lo sviluppo incrementale o il perfezionamento di privative già protette e la cui titolarità sia dell'ateneo, concesse in uso o in titolarità alla *spin off*; mentre nel secondo caso vengono in rilievo nuovi diritti di proprietà intellettuale generati dall'autonoma attività di ricerca svolta dallo *spin off* che, a loro volta e a seconda dei casi, potrebbero essere di titolarità autonoma o congiunta dello *spin off* con altri soggetti giuridici che abbiano svolto ricerche in collaborazione con la stessa.

Ebbene, tale distinzione potrebbe (*rectius* dovrebbe) condurre a soluzioni differenziate nei regolamenti degli enti di ricerca, laddove nel primo caso sarebbe naturale estendere la titolarità istituzionale delle invenzioni agli *spin off*, mentre nel secondo caso sarebbe ragionevole l'opzione della titolarità individuale, in capo allo *spin off* ovvero ai singoli ricercatori che ne sono soci, dei risultati delle ricerche (come è stato già fatto da alcuni atenei) [130], nell'intento di favorire una logica di sviluppo indipendente della singola impresa, dal cui successo commerciale trae comunque vantaggio indiretto anche l'istituzione pubblica, socia o accreditante, dello *spin off* [131].

8. *Successione nel tempo di leggi (e regolamenti) e riflessioni conclusive.*

Tra i problemi del tutto dimenticati dalla nuova disciplina si segnala quello della successione nel tempo della legge e dei regolamenti, mancando nella novella le regole di diritto transitorio, specie con riguardo alla sorte dei regolamenti universitari anteriori al 2023 [132], in considerazione dei tempi non veloci per l'adeguamento normativo da parte di ciascun ente.

Certamente, a partire dal 23 agosto 2023 (data di entrata in vigore della l. n.

---

[129] R. PENNISI, *L'attività inventiva*, (nt. 17), 423-449.

[130] Questa è stata la soluzione adottata con il nuovo regolamento *spin off* dell'Università degli Studi di Bari all'art. 15, in cui si prevede che ai diritti di proprietà intellettuale spettanti al personale coinvolto nelle attività degli *spin off*, ed ottenuti come risultato delle ricerche e attività autonomamente svolte dalla società stessa, non si applica la regola di titolarità istituzionale; mentre possono essere concessi alle società *spin off* sia la titolarità sia le licenze d'uso sui diritti di proprietà industriale o intellettuale già nella titolarità dell'università e risultato della ricerca svolta individualmente o in collaborazione con altri soggetti. I contratti di concessione (della titolarità o dell'uso) devono prevedere sia l'obbligo di utilizzare industrialmente i DPI concessi sia un compenso a favore dell'università come percentuale sul fatturato realizzato.

[131] Ci si riferisce non soltanto all'effetto reputazionale che ne può trarre l'ateneo dalla pubblicità di uno *spin off* di successo, ma anche alla sua utilità economica, normalmente connessa alla riserva di quote di utili in favore dell'ateneo che ricorre nei diversi regolamenti.

[132] Se ne è occupato M. GRANIERI, *Tra concorrenza e isomorfismo*, (nt. 13), 381.

102/2023), tutte le domande di brevetto per invenzione presentate dai ricercatori saranno soggette al nuovo art. 65, dovendosi presumere il concepimento dell'invenzione in data successiva all'entrata in vigore della riforma, salva la diversa prova fornita dagli inventori [133] e salve le disposizioni transitorie eventualmente introdotte dai singoli regolamenti [134]. Da ciò ne consegue che le disposizioni dei regolamenti anteriori alla riforma, che siano ancora in vigore dopo il 23 agosto 2023 – ricorrenza non implausibile ed anzi altamente probabile, riscontrandosi a distanza di un anno dalla promulgazione un tasso molto basso di adeguamenti tra le sole università (mentre nessun adeguamento consta per gli EPR e gli IRCCS) – e che risultino incompatibili con il nuovo regime, si dovranno considerare implicitamente abrogate.

Invece, per la disciplina delle premialità e di altri aspetti diversi, rimessi all'autonomia regolamentare e non contrastanti con la novella, non potranno che continuare ad applicarsi le regole contenute nei regolamenti anteriori alla riforma fino all'introduzione dei nuovi, con salvezza anche di tutti i contratti di ricerca o le convenzioni *medio tempore* conclusi, salvo che non si voglia sostenere come avanzato in dottrina da alcuno [135], che in via residuale si debba ritenere applicabile il meccanismo di calcolo dell'equo premio ai sensi dell'art. 64, secondo comma, c.p.i.

Non si poteva certo sperare che una così radicale riforma, implicante l'adozione di nuove soluzioni politiche per le strategie di ricerca e trasferimento tecnologico degli enti pubblici, potesse condurre ad un processo di adeguamento tempestivo della disciplina interna, senza una doverosa riflessione e confronto tra gli organi politici di ciascun ateneo e tra i diversi atenei (come è stato fatto nel corso di quest'anno e mezzo dalla riforma attraverso plurime iniziative).

Se si considera, altresì, che l'ostacolo (ideale) alla realizzazione degli obiettivi della riforma non risiede nelle regole da scrivere, più o meno velocemente, ma nel grado di *compliance* dei singoli ricercatori che sposta il tema su un aspetto culturale di vertice, si comprende quanto complessa e lunga sarà la strada da percorrere prima di poter vedere risultati tangibili.

In sintesi, questa novella affida agli operatori di tutti i livelli (rettori, direttori generali, dirigenti dell'area ricerca, delegati alla P.I., funzionari degli UTT, componenti delle Commissioni brevetti o P.I. e, non ultimi, i singoli ricercatori) una epocale *chance* di guidare una rivoluzione culturale sulla proprietà intellettuale del settore pubblico, tanto attesa, tanto sperata e tanto desiderata, che oltre ad ap-

---

[133] Così M. GRANIERI, *Tra concorrenza e isomorfismo*, (nt. 13), 381.

[134] Unica nel panorama dei regolamenti aggiornati è la disposizione contenuta nel regolamento dell'Università di Torino (art. 19), in cui si stabilisce una presunzione di concepimento dell'invenzione in un certo arco temporale al ricorrere di una domanda di brevetto presentata in una determinata finestra temporale, da cui discende l'applicazione dei diversi regolamenti che si sono succeduti nel tempo.

[135] Così A. OTTOLIA, in *Lineamenti*, (nt. 33), 458 richiamato anche nella precedente nt. 114.

parire adeguata, opportuna e al passo coi tempi, richiede un grande impegno di comprensione e attuazione per poter condurre ad un salto di qualità nella gestione dei beni immateriali pubblici. Vieppiù se si considera che il testo legislativo non è (ne avrebbe potuto essere) esaustivo su ogni questione di dettaglio e lascia aperti numerosi fronti problematici, che richiederanno impegno e l'accollo dei costi di transazione da parte degli enti.

Perciò, oggi più mai, sono necessari sforzi e investimenti nella formazione e nella specializzazione del personale, senza i quali il rischio (già segnalato da un Maestro del diritto per una riforma diversa ma ugualmente epocale) [136] è quello, comune a tutte le grandi riforme, di scontrarsi con l'*inerzia degli ordinamenti giuridici*. Continuando a leggere le norme nuove con le "lenti vecchie" e perpetrando schemi acquisiti e automatismi ermeneutici nei processi di valorizzazione e trasferimento tecnologico del settore pubblico, anche la migliore delle riforme rischia di naufragare nella "zona di confort" di ogni operatore, dato da ciò che è già noto e abituale nelle esperienze del passato.

[136] F. D'ALESSANDRO, *"La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata". Ovvero: esiste ancora il diritto societario*, in *Riv. soc*., 2003, 34 ss.

Il concordato di gruppo: dai vantaggi compensativi ai vantaggi perequativi

The group arrangement procedure: from compensatory benefits to equalising benefits

Maria Di Sarli*

ABSTRACT

Nell'ambito della disciplina del concordato di gruppo, contenuta nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (d.lgs. n. 14 del 12 gennaio 2019), la teoria dei vantaggi compensativi è richiamata espressamente dalle norme contenute negli artt. 284 e 285 c.c.i.i. Il saggio offre un'analisi di tali norme, che vengono indagate in una prospettiva unitaria, attraverso la "lente" dei vantaggi compensativi, muovendo dall'ipotesi che tra le stesse vi sia un *trait d'union* costituito dal possibile plusvalore complessivo, di natura patrimoniale, estraibile con il concordato di gruppo non conseguibile invece con procedure autonome. L'indagine è tesa a verificare che tale plusvalore possa costituire la fonte comune dalla quale attingere, con operazioni redistributive, per i vantaggi compensativi di cui agli artt. 284, quarto comma e 285, secondo, quarto e quinto comma, c.c.i.i.

In the context of the group arrangement procedure, as outlined in the Italian Code of Crisis and Insolvency (Legislative Decree No. 14 of 12 January 2019, hereinafter, I.C.C.), the theory of compensatory benefits is explicitly addressed in Articles 284 and 285, I.C.C. The article provides an analysis of these rules, examining them from a unified perspective, through the 'lenses' of compensatory benefits. The analysis starts from the hypothesis that a common thread links these provisions: the potential for an overall patrimonial surplus that can be extracted with the group arrangement procedure – and could not be achieved with stand-alone procedures. The investigation aims to establish that this surplus value may serve as a shared source from which compensatory benefits, as per Article 284(4), and Article 285 (2), (4), and (5) I.C.C., can be drawn through redistributive transactions.

* Professoressa associata di diritto commerciale, Università degli studi di Torino; e-mail: maria.disarli@unito.it.

SOMMARIO:

1. I vantaggi compensativi come lente di lettura delle norme sul concordato di gruppo. Coordinate dell'indagine. – 2. Le condizioni di ammissibilità del concordato di gruppo. – 2.1. Una possibile procedura di verifica delle condizioni di ammissibilità del concordato di gruppo. – 2.2. La tesi della teoria dei vantaggi compensativi quale *legal strategy* per ampliare i casi di ammissibilità del concordato di gruppo. – 2.3. Alcuni spunti per la quantificazione del beneficio conseguibile con il concordato di gruppo. – 3. I vantaggi compensativi e i trasferimenti di risorse infragruppo. – 4. La distribuzione del plusvalore conseguibile con il concordato di gruppo: limiti e criteri. – 5. I vantaggi compensativi e la contestazione del piano.

1. *I vantaggi compensativi come lente di lettura delle norme sul concordato di gruppo. Coordinate dell'indagine.*

Nell'ambito della disciplina del concordato di gruppo, contenuta nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (d.lgs. n. 14 del 12 gennaio 2019), la teoria dei vantaggi compensativi è richiamata espressamente in due articoli (artt. 284 e 285 c.c.i.i.) [1], entrando così, formalmente, per la prima volta, nel dato normativo.

Anzitutto, i vantaggi compensativi sono evocati dall'art. 284, quarto comma, c.c.i.i., ai fini della verifica delle condizioni di ammissibilità del concordato unitario in alternativa a singole procedure separate, seppur condotte in modo coordinato ai sensi dell'art. 288 c.c.i.i.

Secondariamente, i vantaggi compensativi vengono in considerazione all'art. 285, secondo comma, c.c.i.i. per la definizione del contenuto del piano o dei piani concordatari reciprocamente collegati o coordinati e precisamente con riferimento alle operazioni contrattuali o riorganizzative, inclusi i trasferimenti di risorse infragruppo, necessarie per la continuità delle imprese a favore delle quali essa è prevista e il cui compimento è ammesso a condizione che le stesse risultino «coerenti con l'obiettivo del miglior soddisfacimento dei creditori di tutte le imprese del gruppo, tenuto conto dei vantaggi compensativi derivanti alle singole imprese».

Infine, in virtù di quanto stabilito dall'art. 285, quarto e quinto comma, c.c.i.i., i vantaggi compensativi assumono rilievo in ipotesi di contestazione del piano da parte dei creditori o dei soci, quali elementi di cui il tribunale deve «tenere conto» al fine di omologare o meno il concordato.

La strategia legale dei vantaggi compensativi [2], dunque, dopo essere stata spe-

[1] Il presente lavoro è frutto di una rielaborazione della relazione presentata al XV Convegno annuale dell'Associazione italiana dei professori di diritto commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale", *Impresa e mercati: numeri e computer science,* Roma 23-24 febbraio 2024, dal titolo *La "metrica" dei vantaggi compensativi nella nuova disciplina del concordato di gruppo.*

[2] Com'è noto, l'elaborazione della teoria dei vantaggi compensativi la si deve a P. MONTALENTI, *Conflitto di interessi nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, in *Giur. comm.*, 1995,

rimentata nella disciplina civilistica (art. 2497, c.c.) e in quella penalistica (art. 2634, c.c.) [3], adesso, come accennato, viene largamente impiegata anche nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, peraltro non solo con riferimento al concordato di gruppo (art. 284, quarto comma e art. 285, commi secondo, quarto e quinto, c.c.i.i.) [4], ma anche alla liquidazione giudiziale (art. 290, primo comma, c.c.i.i.).

Questo "trapianto" ha attirato subito l'attenzione degli interpreti [5]. Cionondi-

---

I, 710 ss. e in AA.VV., *I gruppi di società*, Atti del convegno internazionale di Studi, Venezia 16-17-18 novembre 1995, a cura di P. Balzarini, G. Carcano, G. Mucciarelli, III, Milano, Giuffrè, 1996, 1627 ss. Successivamente, sul tema, dello stesso A. si vedano, in particolare, anche: ID., *Operazioni infragruppo e vantaggi compensativi: l'evoluzione giurisprudenziale*, in *Giur. it.*, 1999, 2318 ss.; ID., *Gruppi e conflitto di interessi nella legge delega per la riforma del diritto societario*, in AA.VV., *Verso un nuovo diritto societario*, *Associazione Disiano Preite*, a cura di P. Benazzo, F. Ghezzi, S. Patriarca, Bologna, Il mulino, 2002, 237 ss.; ID., *Gruppi e conflitto di interessi nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 624 ss.; ID., *The New Italian Corporate Law: an outline*, in 1(3) *ECFR*, 2004, 368 ss.; ID., *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, 317 ss.; ID., *La "rilevanza" del gruppo nella disciplina delle società quotate*, in AA.VV., *La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio*, Atti Convegno Cesifin Firenze 14 dicembre 2006, a cura di U. Tombari, Torino, Giappichelli, 2008, 17 ss.; ID., *Le società per azioni a dieci anni dalla riforma: un primo bilancio*, in *Riv. soc.*, 2014, 403 ss.; ID., *L'attività di direzione e coordinamento: dottrina, prassi, giurisprudenza*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 111 ss.; ID., *I gruppi di società: dottrina, giurisprudenza e prassi*, in *Dir. econ. impr.* 2016, 76 ss.; ID., *L'attività di direzione e coordinamento: dottrina, prassi giurisprudenza*, in *Impresa. Società di capitali. Mercati finanziari*, Torino, Giappichelli, 2017, 232 ss. (e in *Giur. comm.*, 2016, I, 111 ss.).

[3] Invero, come riferisce M. SPIOTTA, *La teoria dei vantaggi compensativi: quale momento migliore per metterla in pratica?*, in questa *Rivista*, 2021, 838, la teoria dei vantaggi compensativi ha travalicato il codice civile, dal momento che essa ispira anche disposizioni di diritto tributario (art. 118, quarto comma, t.u.i.r.) e di diritto bancario (art. 69-*duodecies*, quinto comma, lett. *c*), t.u.b.).

[4] Precedentemente alla introduzione del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, l'estensione della teoria dei vantaggi compensativi al concordato di gruppo era stata già prospettata da: S. POLI, *Il "concordato di gruppo": II) verifica critica degli approdi giurisprudenziali con tentativo di ricavare dal sistema le chiavi per un parziale superamento del dogma della separazione delle masse (attive)*, in *Contr. impr.*, 2015, 100 ss. e R. SANTAGATA, *Il concordato di "gruppo" e "teoria dei vantaggi compensativi"*, in *Riv. dir. impr.*, 2015, 123 ss.

[5] L. BENEDETTI, *La nuova disciplina della crisi del gruppo: primi spunti di riflessione su talune questioni problematiche*, Relazione presentata al XI Convegno annuale dell'Associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale", dal titolo *Organizzazione, riorganizzazione e ristrutturazione dell'impresa nel diritto interno e nella dimensione transnazionale*, Roma, 14-15 febbraio 2020, 1 ss.; ID., *La nuova disciplina del concordato di gruppo: tra* separate entity *ed* enterprise approach, Milano, Giuffrè, 2022; O. CAGNASSO, *La domanda di accesso al concordato preventivo di gruppo in continuità*, Relazione presentata al XI Convegno annuale dell'Associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale", dal titolo *Organizzazione, riorganizzazione e ristrutturazione dell'impresa nel diritto interno e nella dimensione transnazionale*, Roma, 14-15 febbraio 2020, 1 ss.; ID., *La rilevanza dei vantaggi compensativi futuri: qualche recente conferma normativa*, in Governance *e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, II, Torino, Giappichelli, 2022, 1383 ss. (e in *NDS*, 2021, 217); M. CALLEGARI, *Frammenti di disciplina dei*

meno, le nuove disposizioni in materia di crisi e insolvenza sopra richiamate sembrano essere state analizzate per lo più "a comparti stagni", mentre in questo lavoro, seppur limitatamente a quelle riguardanti il concordato di gruppo, vengono indagate in una prospettiva unitaria, proprio attraverso la "lente" dei vantaggi compensativi.

Con questo approccio, si intende far emergere una interdipendenza fra le stesse. L'ipotesi è che il *trait d'union* sia individuabile nell'eventuale plusvalore complessivo, di natura patrimoniale, estraibile con il concordato di gruppo rispetto allo svolgimento di procedure autonome, che si ritiene possa costituire la fonte comune dalla quale attingere, con operazioni redistributive, per i vantaggi compensativi di cui agli artt. 284, quarto comma e 285, secondo, quarto e quinto comma, c.c.i.i.

Attraverso questa ricostruzione, come sarà più chiaro oltre (parr. 2.1, 2.2 e 3), i vantaggi compensativi vengono utilizzati con finalità perequative, per superare dei limiti presenti nell'ordinamento e ampliare così le opportunità di gestire la crisi del o nel gruppo in modo maggiormente efficiente [6].

---

gruppi nel codice della crisi alla luce del decreto correttivo e dello schema di decreto insolvency, in www.ilcaso.it, 5 maggio 2022; G. D'ATTORRE, *I concordati di gruppo nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Fallimento*, 2019, 277 ss.; G. FERRI jr, *Autonomia delle masse e trasferimenti di risorse nel concordato preventivo di gruppo*, in *Corr. giur.*, 2020, 289 ss.; D. GALLETTI, *La gestione della crisi attraverso la direzione e coordinamento: appunti sulle compensazioni "concordatarie" infragruppo per la ricostruzione del sistema*, in *Dir. fall.*, 2022, 639 ss.; F. GUERRERA, *Le regolazione negoziale della crisi e dell'insolvenza dei gruppi di imprese nel nuovo ccii*, in *Quest. giust.*, 2/2019; M. MIOLA, *Le operazioni riorganizzative infragruppo nel codice della crisi di impresa*, in questa *Rivista*, 2021, 627 ss.; ID., *Le operazioni societarie riorganizzative negli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza nelle imprese e dei gruppi di imprese,* in *Trattato delle società,* diretto da V. Donativi, t. 1, Utet, 2022, 625 ss.; G. MARRA, *Prime riflessioni sulla nozione di vantaggi compensativi*, in *NDS*, 2022, 1719; R. PENNISI, *Considerazioni sul gruppo di imprese nel nuovo codice della crisi*, in *Giur. comm.*, 2024, I, 55; V. PINTO, *Gruppi di imprese, crisi e insolvenza*, in *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, t. II, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2023, a cura di P. Marchetti, S. P. Rossi, G. Strampelli, F. Urbani, M. Ventoruzzo, Milano, Giuffrè, 2024, 1136 ss.; R. SACCHI, *Sui trasferimenti di risorse nell'ambito del concordato di Gruppo nel c.c.i.i.*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2021, 311 ss.; G. SCOGNAMIGLIO, *La crisi e l'insolvenza dei gruppi di società: prime considerazioni critiche sulla nuova disciplina*, in questa *Rivista*, 2019, 669 ss.; M. SPIOTTA, *I gruppi di imprese nel ccii: fra unità e pluralità*, in *Società*, 2019, 413 ss.; ID., *La solidarietà dei "vantaggi compensativi" alla luce della normativa emergenziale e della L. n. 147/2021,* in www.ilcaso.it, 29 novembre 2021; ID., *Il d.lgs. n. 83/2022 rafforza la teoria dei "vantaggi compensativi"*, in Governance *e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, cit., 1965 ss.; C.B. VANNETTI, *Il concordato di gruppo nel codice della crisi di impresa: una sintesi e alcune osservazioni*, in *Patrimonio sociale e governo dell'impresa. Dialogo tra giurisprudenza, dottrina e prassi in ricordo di G. E. Colombo*, a cura di G. RESCIO, M. SPERANZIN, Torino, Giappichelli, 2020, 250 ss.

[6] Già da tempo è stato messo in evidenza come, a livello più generale, le ragioni del riconoscimento delle politiche di gruppo siano di natura efficientistica e non equitativa, v. F. DENOZZA, Rules vs. Standards *nella disciplina dei gruppi: l'inefficienza delle compensazioni «virtuali»*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 327.

Lo spunto nasce dalla sensazione che i vantaggi compensativi, venendo richiamati dal codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza nei contesti sopra descritti, si siano definitivamente elevati da mero criterio esimente da responsabilità (civile e/o penale) a clausola generale di *governance* dei gruppi di imprese, con il riconoscimento quindi in capo alla società o ente titolare della "direzione unitaria di gruppo" di «un potere discrezionale di contenuto ampio, che consenta di superare la pluralità soggettiva, attraverso lo spostamento di risorse economiche e finanziarie all'interno del gruppo stesso come se fosse un'unica impresa, attraverso la distribuzione dei vantaggi e delle opportunità di guadagno in maniera anche ineguale fra le diverse società, e persino attraverso l'adozione di strategie imprenditoriali che risultano antieconomiche per una o più società e si risolvono in sacrifici o pregiudizi per i lori portatori di interessi: riconoscimento tuttavia subordinato alla condizione che il pregiudizio arrecato venga neutralizzato con l'attribuzione alla società che lo ha subito, di un vantaggio equivalente in un arco temporale determinato» [7].

Una clausola generale che, con riferimento ai gruppi in crisi, sembra possa essere declinata anche come funzionalmente orientata ad agevolare il concordato unitario, peraltro a prescindere dalle finalità di risanamento o di liquidazione dello stesso, in quanto, come si cerca di dimostrare oltre (spec. par. 4), essa appare astrattamente idonea a risolvere i conflitti fra i creditori delle diverse imprese del gruppo.

In definitiva, il lavoro poggia sull'idea che, grazie al correttivo offerto dai vantaggi compensativi, il soggetto a capo dell'agglomerato, in situazioni di crisi ed insolvenza, se sussistono «ragioni di maggiore convenienza» e nella prospettiva di assicurare ai creditori delle singole imprese un «migliore soddisfacimento» rispetto a quello conseguibile con procedure autonome, abbia la possibilità di danneggiare un'impresa del gruppo a condizione che il danno sia *aliunde* compensato [8].

Si tratta di stabilire quindi quali vantaggi compensativi possano venire in considerazione e a quali condizioni.

L'ipotesi è che la compensazione possa essere realizzata non solo attraverso vantaggi conseguiti "direttamente", ma anche grazie a vantaggi realizzati "indirettamente", derivanti cioè dalla redistribuzione del plusvalore consolidato generato dalla soluzione regolatoria di gruppo, purché essi siano equivalenti al pregiudizio inferto, certi o quantomeno capaci, con ragionevole certezza, di maturare entro la data di chiusura del concordato [9].

---

[7] Così G. SCOGNAMIGLIO, *"Clausole generali", principi di diritto e disciplina dei gruppi di società*, in questa *Rivista*, 1/2013, 17 e M. MAUGERI, *Gruppo insolvente e competenza territoriale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, II, 222 ss.

[8] Per l'enunciazione di questa regola v. G. SCOGNAMIGLIO, *Interesse sociale e interesse di gruppo*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli* stakeholders, Atti del Convegno in ricordo di P.G. Jaeger svoltosi a Milano il 9 ottobre 2009, 115, alla quale aderisce anche M. MAUGERI, (nt. 7), 222 ss.

[9] Su questa condizione sembra concordare anche R. PENNISI, (nt. 5), 58 il quale sottolinea come

Tuttavia, si avverte che il ragionamento poggia su una semplificazione: esso ruota essenzialmente intorno a vantaggi compensativi di natura quantitativa, senza che con questo si voglia escludere a priori ogni possibile rilevanza di vantaggi compensativi di natura diversa. La questione, però, appare molto complessa ed esige un approfondimento che non può essere svolto in questo lavoro. D'altro canto, il fatto che possano venire in considerazione vantaggi compensativi di tipo "qualitativo" introduce un ulteriore profilo, che non smentisce il primo, ma semmai si aggiunge. Ragion per cui è parso che un percorso ricostruttivo della possibile portata dei vantaggi compensativi applicato al concordato di gruppo potesse prendere avvio da quelli di tipo quantitativo. Peraltro, seguendo questo metodo, sembra possibile scorgere gli spazi in cui potrebbero venire ad innestarsi eventuali vantaggi compensativi di carattere qualitativo, quando quelli quantitativi da soli non sono sufficienti a dirimere o reggere il giudizio di convenienza della soluzione unitaria rispetto a quella atomistica.

2. *Le condizioni di ammissibilità del concordato di gruppo.*

È opinione condivisa che la disciplina della crisi dei gruppi di imprese rappresenti una delle novità più significative del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, il cui elemento caratterizzante, in aderenza a quanto previsto dalla legge delega (l. n. 155 del 19 ottobre 2017), consiste nell'aver espressamente introdotto la possibilità di gestire la crisi di un gruppo di imprese in una logica unitaria in alternativa ad una atomistica, con un approccio teso, per un verso, a valorizzare l'unità, sotto il profilo economico e organizzativo e, per altro verso, a rispettare i limiti della forma plurisoggettiva del gruppo [10].

L'opzione è volta ad offrire l'opportunità di cogliere, ove esistano, i benefici derivanti da una gestione unitaria delle procedure di reazione alla crisi del o nel gruppo, a prescindere dalla loro finalità di risanamento e continuità aziendale ovvero di liquidazione [11], che andrebbero invece persi attraverso una gestione separata [12].

---

essa sia indotta dalla circostanza che la procedura concordataria di gruppo abbia come fine il soddisfacimento dei creditori.

[10] È questa la chiave di lettura dell'intera disciplina del concordato di gruppo, messa ben in evidenza in particolare da L. BENEDETTI, *La nuova disciplina del concordato di gruppo*, (nt. 5), spec. 38 nonché, precedentemente, già da G. SCOGNAMIGLIO, *I gruppi di imprese nel ccii*, (nt. 5), 413 ss. Si veda anche V. PINTO (nt.5), 1143 il quale osserva come nel regime degli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza di gruppo sono individuabili *due anime*, una concorsuale e una più propriamente imprenditoriale e, corrispondentemente, due distinti nuclei di norme, uno di diritto processuale concorsuale, l'altro di diritto dell'impresa.

[11] Il concordato di gruppo, nella prospettiva della continuità aziendale, consente di elaborare un più piano di risanamento più efficiente soprattutto in quei casi in cui le attività delle singole componenti del gruppo risultano economicamente integrate, esercitando ciascuna una fase del processo pro-

L'esercizio di tale opzione non è tuttavia libero, ma deve essere compiuto:

a) ai fini del «migliore soddisfacimento dei creditori delle singole imprese» (cfr. art. 284, quarto e quinto comma e art. 287, primo comma, c.c.i.i.), rispetto all'ipotesi di procedure autonome, e

b) «ferma restando l'autonomia delle rispettive masse attive e passive» (art. 284, terzo comma e art. 287, primo comma, c.c.i.i.).

Sembrano questi i capisaldi, le clausole generali, della disciplina della crisi dei gruppi, che fissano, al contempo, il finalismo dominante da perseguire e i limiti da rispettare nell'applicazione delle restanti norme, le quali dunque si collocano, gerarchicamente, ad un livello inferiore.

Nello specifico, per l'ammissione al concordato di gruppo, a norma dell'art. 284, quarto comma, c.c.i.i., è necessario che sussistano «ragioni di maggiore convenienza, in funzione del migliore soddisfacimento dei creditori delle singole imprese, della scelta di presentare un piano unitario ovvero piani reciprocamente collegati o coordinati, invece di un piano autonomo per ciascuna delle società». Tali ragioni, oltre a dover essere illustrate e motivate con modalità narrative, devono anche trovare una "traduzione" numerica. Il piano o i piani reciprocamente collegati o coordinati, infatti, al fine di consentire ai creditori di valutare in modo maggiormente informato e consapevole la convenienza della proposta, devono contenere una «quantificazione» del «beneficio stimato per i creditori di ciascuna impresa del gruppo», conseguibile attraverso un concordato unitario in luogo di procedure separate «anche per effetto della sussistenza di vantaggi compensativi, conseguiti o fondatamente prevedibili, derivanti dal collegamento o dall'appartenenza al gruppo».

L'entità del beneficio che si stima possa derivare ai creditori grazie al concordato unitario deve essere determinata per ciascuna impresa aderente alla procedura e deve risultare dal piano. Pertanto, sembra che la sua «quantificazione» e, prima ancora, l'individuazione degli elementi che possono concorrere a determinarlo spetti al soggetto legittimato alla presentazione della domanda di ammissione al concordato [13], che tuttavia elabora il piano con il necessario

---

duttivo; mentre nell'ottica della liquidazione, la procedura unitaria offre l'opportunità di effettuare cessioni aggregate di *asset,* potenzialmente più vantaggiose rispetto a cessioni parcellizzate in quanto capaci di non disperdere il plusvalore organizzativo dei beni, così R. SANTAGATA, (nt. 4), 216 s.

[12] Sul grado di libertà fra una procedura di gruppo e procedure unitarie si rinvia a D. GALLETTI, (nt. 5), 646.

[13] La legittimazione a presentare la domanda di concordato di gruppo si ritiene che derivi dall'esercizio del potere direttivo sulle controllate. Pertanto, si esclude che un simile potere sia intestabile anche ai creditori, dal momento che solamente il soggetto investito del governo delle imprese del gruppo dispone delle informazioni necessarie per esercitare l'opzione fra concordato unitario e procedure autonome, sul punto v. L. BENEDETTI, *La nuova disciplina del concordato di gruppo*, (nt. 5), 120 ss., il quale tuttavia non esclude che, una volta che sia stata formulata la proposta per il concordato di gruppo, i creditori possano presentare proposte concorrenti.

coinvolgimento delle altre imprese del gruppo che vi aderiscono [14].

L'applicazione della disciplina brevemente descritta, relativa all'accertamento dei presupposti per l'apertura del concordato unitario, pone diverse questioni interpretative di non facile soluzione, in particolare per quel che riguarda:

a) la rilevanza della teoria dei vantaggi compensativi in tale contesto (par. 2.2.); e

b) la «quantificazione» del beneficio conseguibile con il concordato di gruppo (par. 2.3.).

Per tentare di dare una risposta a tali quesiti, preliminarmente, si è cercato di delineare una possibile procedura di verifica delle condizioni di ammissibilità del concordato di gruppo.

2.1. *Una possibile procedura di verifica delle condizioni di ammissibilità del concordato di gruppo.*

Come già accennato, a norma dell'art. 284, quarto comma, c.c.i.i. la scelta a favore del concordato di gruppo, in alternativa a singole procedure autonome, deve essere compiuta e motivata in relazione all'esistenza di «ragioni di maggiore convenienza» [15]. Conseguentemente, essa, limitatamente ai profili patrimoniali, sembra che postuli il confronto, a livello consolidato, ossia in capo al gruppo, fra i risultati conseguibili per ognuna delle due differenti soluzioni, per verificare che dal concordato di gruppo sia estraibile un beneficio patrimoniale [16].

Per riuscire a compiere un siffatto confronto occorre svolgere – in parallelo – due attività:

---

[14] Cfr. L. BENEDETTI, *La nuova disciplina del concordato di gruppo*, (nt. 5), 120 il quale ritiene che in via interpretativa possa essere individuato un dovere di cooperazione informativa a carico delle imprese del gruppo.

[15] Per esempio, non è infrequente che il realizzo sul mercato del valore "aggregato" di più beni, appartenenti a società diverse, possa assicurare un *quid pluris* rispetto alla vendita atomistica. E' altresì possibile che la continuazione dell'impresa sia in grado di assicurare flussi superiori a quelli della liquidazione proprio in forza della parallela prosecuzione di un'altra impresa del gruppo con la quale vi siano sinergie industriali, economiche e/o commerciali, così D. GALLETTI, (nt. 5), 665. Per ulteriori esempi, si rinvia a A.M. AZZARO, P. BASTIA, *La regolazione della crisi e dell'insolvenza dei gruppi aziendali*, 2020, disponibile su https://www.osservatorio-oci.org.

[16] In dottrina è stato sostenuto che, alla luce dell'art. 285, quarto comma, c.c.i.i., il confronto debba essere compiuto tra quanto ricavabile dal concordato di gruppo e quanto invece dalla liquidazione giudiziale della singola impresa, sulla base dell'idea che il legislatore legittimi «il depauperamento di un'impresa ai danni di un'altra finché non vi sia lesione dello zoccolo duro rappresentato da quanto il creditore potrebbe ottenere in sede di liquidazione giudiziale», così L. PANZANI, *Il concordato di gruppo*, in *Fallimento*, 2020, 1353. *Contra*, a mio avviso correttamente, A.M. AZZARO, P. BASTIA, (nt. 15), 9 secondo i quali, per valutare la convenienza economica del piano, il parametro di riferimento resta la procedura separata alternativa. Sul punto v. oltre par. 5.

1) elaborare il piano di gruppo[17];

2) individuare, per ogni singola impresa, la procedura (conservativa o liquidatoria) che verrebbe svolta nell'ipotesi di gestione separata della crisi o dell'insolvenza.

A questo punto, l'attività successiva, particolarmente complessa, consiste nella stima – per ciascuna delle *n* imprese partecipanti al piano – del risultato atteso (comprensivo del costo della procedura) con il concordato unitario e con una procedura separata.

Se la differenza fra i due risultati è positiva, il concordato di gruppo dà origine ad un *surplus* di risorse; al contrario, se la differenza è negativa, comporta un minusvalore [18].

La somma algebrica dei risultati delle *n* imprese aderenti al concordato unitario consente di ottenere il beneficio patrimoniale complessivo *netto* del concordato di gruppo. Si tratta di un valore in cui vengono "consolidati" anche i risultati delle eventuali operazioni infragruppo poste in essere in esecuzione del piano concordatario. In questo senso, eventuali vantaggi compensativi suscettibili di originarsi come effetto economico della complessiva gestione aggregata della crisi, contrapposti ai corrispondenti pregiudizi, sostanzialmente, si neutralizzano [19].

Se questa constatazione è corretta, ne deriva che i vantaggi compensativi, se non limitatamente a possibili resti (in caso di vantaggi più che compensativi) non sono componenti del plusvalore di gruppo, in quanto, dal complessivo valore dei vantaggi, la parte destinata a compensare i pregiudizi eventualmente inferti con la procedura di gruppo, va sottratta [20], per determinare il beneficio netto.

---

[17] A livello operativo si suggerisce di predisporre oltre al piano unitario anche singoli piani concordatari per ciascuna impresa aderente al concordato di gruppo v. A.M. AZZARO, P. BASTIA, (nt. 15), 5 ss. Concorda anche R. PENNISI, (nt. 5), 54.

[18] V. E. MARCHISIO, *"Gruppo" ed "eterodirezione" nel Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Giust. civ.*, 2/2022, 347 secondo il quale il plusvalore di gruppo si accompagna inevitabilmente al saldo negativo di alcune imprese dell'agglomerato, dal momento che esso deriva da atti infragruppo compiuti a valori diversi da quelli di mercato. Il minusvalore però potrebbe anche derivare, come già evidenziato in dottrina, da una eventuale rinunzia negoziale all'esercizio di azioni risarcitorie e revocatorie che comportano la perdita di un vantaggio patrimoniale derivante dal loro vittorioso esperimento, R. SANTAGATA, (nt. 4), 240 ss.

[19] Sui vantaggi compensativi che possono venire in considerazione in contesti di crisi si rinvia a M. MIOLA, *Attività di direzione e coordinamento e crisi di impresa nei gruppi di società*, in Liber amicorum *Pietro Abbadessa*, III, Torino, Utet, 2014, 2755 ss.

[20] Cfr. invece R. PENNISI, (nt. 5), 54, secondo il quale i vantaggi compensativi «entrano nella somma algebrica, che occorre effettuare per paragonare due grandezze: la soddisfazione che si avrebbe mediante una procedura di gruppo, da un lato, e dall'altro, la soddisfazione che si avrebbe con una procedura autonoma per ciascuna impresa», non specificando tuttavia il segno (negativo o positivo) con il quale tali vantaggi devono essere presi in considerazione. Posto, come precisato nel testo (parr. 2.1 e 2.2) che, per determinare il plusvalore conseguibile con il concordato di gruppo,

I vantaggi compensativi, pur non essendo elementi del plusvalore di gruppo, sono tuttavia funzionali al suo conseguimento [21].

La possibilità di far venire in considerazione i vantaggi compensativi, infatti, offre un maggior grado di elasticità all'autonomia privata nello strutturare un piano di risanamento o di liquidazione che si traduce nella opportunità di giovare di un più efficiente sfruttamento delle sinergie economiche e /o delle capacità di supporto finanziario interne al gruppo, generando un plusvalore prospettico che andrebbe perso con procedure separate.

V'è da chiedersi, però, se questa sia l'unica relazione esistente fra vantaggi compensativi e beneficio oppure se l'art. 284, quarto comma, c.c.i.i., parlando di «beneficio stimato per i creditori di ciascuna impresa del gruppo, anche per effetto di vantaggi compensativi», alla luce del disegno complessivo della disciplina, autorizzi ad individuarne delle altre.

Per proseguire l'indagine con questo ulteriore scopo, occorre tornare alla procedura di verifica delle condizioni di ammissibilità del piano concordatario unitario.

Se il concordato di gruppo, sotto il profilo patrimoniale, distrugge valore anziché crearne, non esistono le condizioni affinché possa essere aperto, salvo verificare la possibilità che, quanto meno nelle procedure di ristrutturazione, possano venire in considerazione vantaggi compensativi di ordine "qualitativo".

Diversamente, se il concordato, a livello consolidato, è in grado di creare valore, in ossequio a quanto richiesto dall'art. 284, quarto comma, c.c.i.i., serve accertare altresì che, per ciascuna impresa aderente al piano, la soluzione unitaria offra migliori opportunità di soddisfacimento dei creditori rispetto a procedure autonome, assicurando loro una sorta di compensazione per il rischio [22].

---

dal complessivo valore dei vantaggi occorre sottrarre la parte destinata a compensare eventuali pregiudizi inferti con tale procedura, a me pare che i vantaggi compensativi "entrino nella somma algebrica" suddetta con segno negativo.

[21] Alcuni esempi possono essere utili per chiarire l'assunto. Grazie al *discrimen* offerto dai vantaggi compensativi, nel piano di gruppo potrebbero essere previste:

i) operazioni infragruppo con riferimento alle quali il valore di eventuali pregiudizi inferti ad alcune imprese incluse nel piano è inferiore a quello dei vantaggi conseguibili da altre grazie alla procedura di gruppo, cosicché la differenza positiva fra i due valori incrementa il plusvalore di gruppo;

ii) operazioni capaci di ridurre i tempi dell'operazione che si traduce in un maggior valore attuale del beneficio (VA(B)), in pratica posto che $VA(B)=B/(1+r)^t$, se t diminuisce, VA (B) aumenta; o, ancora,

iii) operazioni capaci di abbassare il grado di rischio della procedura unitaria rispetto a quella separata che si sostanzia in una riduzione del fattore di sconto (S) del beneficio (B) con un impatto positivo sulla misura del beneficio atteso (E[B]).

In altre parole considerato che E[B]=B-S, se S si riduce, E[B] aumenta. Per la relazione fra tempi e rischi della procedura di gruppo e il beneficio conseguibile v. oltre par. 2.3.

[22] Nella prospettiva dei creditori, infatti, il concordato di gruppo, pur a fronte di una maggiore convenienza, appare più rischioso rispetto ad un concordato autonomo oppure una procedura liquidatoria, a causa, in particolare, della interrelazione che si viene a creare fra i piani di gruppo fra loro

Da tale verifica possono emergere due situazioni:

1. il concordato di gruppo è capace di generare un *surplus* di risorse presso tutte le imprese aderenti al piano, nel qual caso lo stesso è ammissibile;
2. il concordato di gruppo è idoneo a generare un *surplus* presso alcune imprese, mentre presso altre la soluzione unitaria è neutra o addirittura pregiudizievole, nel senso che comporta un *deficit* e quindi una riduzione del valore della massa attiva, in danno ai creditori.

In questa seconda ipotesi, anche quando, sul piano economico, il concordato unitario è capace di generare un *plusvalore*, sul piano giuridico, esso pone invece, dei problemi di ammissibilità, dal momento che non risultano rispettate le clausole generali dell'autonomia delle masse attive e passive e del miglior soddisfacimento dei creditori di tutte le imprese.

Nel caso prospettato, quindi, l'osservanza di tali clausole, conduce ad una scelta *sub ottimale*.

Si potrebbe dunque verificare se sia possibile superare un simile ostacolo per sfruttare le potenzialità del concordato di gruppo accettando l'idea che il principio di autonomia delle masse attive e passive di cui all'art. 284, terzo comma, c.c.i.i. non sia tanto rigido da impedire la gestione del patrimonio delle imprese del gruppo in un'ottica unitaria, per esempio per effettuare travasi di risorse funzionali alla realizzazione del piano concordatario, postulando, invece, solamente l'obbligo di non compromettere definitivamente la prospettiva di migliore soddisfacimento dei creditori di alcune imprese aderenti al concordato a vantaggio di altri.

Precisamente, ci si chiede se sia possibile compensare il minusvalore sofferto da alcune imprese in esecuzione del piano concordatario con una redistribuzione del beneficio complessivo lordo (vale a dire la somma dei soli *surplus* [23] conseguibile con il concordato unitario) [24].

---

coordinati. Sul punto v. in particolare L. BENEDETTI, *La nuova disciplina del concordato di gruppo*, (nt. 5), 79, D. GALLETTI, (nt. 5), 652, F. GUERRERA, (nt. 5), 230, E. MARCHISIO, *«Gruppo» ed «Eterodirezione» nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Giust. civ.,* 2022, 349 ss. Evidenzia la necessità di una remunerazione per il rischio anche R. SACCHI, (nt. 5), 322. In una prospettiva più generale, una compensazione comprensiva anche degli eventuali rischi che una politica di gruppo costringe a sopportare la società svantaggiata si veda F. DENOZZA, (nt. 6), 338.

[23] Come è agevole intuire, laddove nessuna impresa subisca un *deficit*, il beneficio netto e quello lordo coincidono.

[24] Si tratterebbe quindi, anche nel caso di un gruppo in crisi, di una applicazione del teorema di Kaldor-Hicks, nel senso che il concordato unitario può dirsi efficiente e quindi ammissibile anche quando, pur svantaggiando una impresa, un'altra si avvantaggia in misura tale da poter compensare quella svantaggiata, restando l'operazione comunque conveniente. Sul passaggio dall'impostazione paretiana in cui l'efficienza, invece, è conseguita quando esista almeno un soggetto avvantaggiato e nessuno svantaggiato a quella di Kaldor-Hicks appena enunciata v. F. DENOZZA, (nt. 6), 328 ove anche riferimenti.

Più precisamente, l'operazione consisterebbe in una redistribuzione più che compensativa del beneficio, effettuata cioè in una misura tale, variabile da impresa a impresa, da garantire ai creditori un soddisfacimento migliore di quello conseguibile con una procedura separata.

Va tuttavia notato che le imprese distributrici del plusvalore, in virtù delle clausole generali sopra ricordate, avrebbero il limite di non poter devolvere l'intero *surplus*, dovendone trattenerne una parte per garantire anch'esse ai propri creditori un migliore soddisfacimento rispetto ad una procedura autonoma.

L'ipotesi è che una siffatta operazione, sul piano giuridico, possa essere resa possibile dal richiamo operato dall'art. 284, quarto comma, c.c.i.i. alla teoria dei vantaggi compensativi. D'altro canto, per il calcolo e l'imputazione dei costi della procedura, l'art. 286, terzo comma, c.c.i.i. detta espressamente un criterio simile a quello qui suggerito per il trattamento del plusvalore. I costi, infatti, sono quantificati a livello unitario (prescindendo quindi dal soggetto che li ha formalmente sostenuti) per poi essere ripartiti fra le imprese del gruppo [25].

Più in generale, la soluzione che viene prospettata sembra compatibile con l'impostazione di fondo della disciplina del concordato unitario che, come già ricordato, cerca di valorizzare l'unità del gruppo sotto il profilo economico e organizzativo mantenendo ferma, allo stesso tempo, la dimensione giuridicamente plurisoggettiva dello stesso [26].

2.2. *La tesi della teoria dei vantaggi compensativi quale* legal strategy *per ampliare i casi di ammissibilità del concordato di gruppo.*

La ricostruzione interpretativa proposta – secondo la quale la teoria dei vantaggi compensativi, richiamata dall'art. 284, quarto comma, c.c.i.i., postulerebbe oltre alla possibilità di pianificare in modo maggiormente elastico il piano concordatario anche quella di redistribuire il *plusvalore* complessivo conseguibile con un concordato unitario fra le imprese aderenti al piano – sembra aderente anche alla lettera della norma [27].

---

[25] Riguardo ai costi della procedura, come riferito nel testo, il legislatore stabilisce espressamente che essi debbano essere ripartiti fra le imprese del gruppo in proporzione alle rispettive masse attive. Al contrario, nessun criterio è stabilito per la distribuzione del plusvalore generato dal piano unitario, cosicché se costi e plusvalore venissero distribuiti sulla base di criteri diversi ne risulterebbe vulnerato il principio della separazione delle masse attive e passive. Per ovviare a questo problema, ai fini della ripartizione dei costi, la soluzione potrebbe essere quella di considerare la massa attiva finale, cioè quella comprensiva della quota di plusvalore. Sulla questione v. R. SACCHI, (nt. 5), 316.

[26] Cfr. G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 7), 17 che, con riferimento ai gruppi *in bonis*, parla di iniziativa economica "policorporativa".

[27] Per una diversa portata attribuita alla formulazione dell'art. 284, quarto comma, c.c.i.i. v. O. CAGNASSO, *La domanda di accesso al concordato*, (nt. 5), 146, il quale ritiene che la norma non faccia riferimento a vantaggi compensativi in senso proprio, diretti a controbilanciare un pregiudi-

L'art. 284, quarto comma, c.c.i.i., infatti, è suscettibile di essere letto nel senso che il «beneficio stimato per i creditori di ciascuna impresa del gruppo» è ricavabile «anche per effetto della sussistenza di vantaggi compensativi» e quindi che per ciascuna impresa aderente al piano, il *surplus* di risorse di cui è possibile beneficiare grazie ad una procedura unitaria possa essere conseguito direttamente, ossia come effetto economico dell'esecuzione del piano nonché, tutto o in parte, «anche per effetto» di vantaggi compensativi, derivanti da uno storno del *surplus* di risorse prodotto da altre imprese aderenti al concordato.

Secondo questa lettura, il maggior valore di cui la singola impresa può beneficiare con il concordato di gruppo rispetto alla procedura separata potrebbe quindi avere natura spuria, nel senso che esso potrebbe intendersi costituito sia da vantaggi conseguiti "direttamente" sia da vantaggi ottenuti "indirettamente", precisamente sotto forma di vantaggi compensativi derivanti dalla redistribuzione del plusvalore lordo di gruppo [28].

In altre parole, in base a tale ricostruzione, i vantaggi compensativi cui fa riferimento il legislatore all'art. 284, quarto comma, c.c.i.i. (ma anche all'art. 285, secondo, quarto e quinto comma, c.c.i.i.) sono, per un verso, possibili fonte del plusvalore conseguibile con un concordato di gruppo qualora risultino funzionali all'effettuazione di operazioni maggiormente efficienti [29]; per altro verso, dal plusvalore traggono fonte quando sono costruiti *ad hoc*, ossia mediante la sua redistribuzione fra le imprese aderenti al piano [30], anzitutto, se necessario, per reintegrare il valore della massa attiva di quelle imprese che hanno programmaticamente subito un *deficit*, così da rispettare il precetto della integrità delle masse attive e passive e, secondariamente, per assicurare a tutte le imprese un *surplus* di risorse ai fini del miglior soddisfacimento dei rispettivi creditori.

Così ragionando, il riferimento ai vantaggi compensativi operato dall'art. 284, quarto comma, c.c.i.i. appare corretto oltre che del tutto pertinente, in quanto essi, proprio come nell'ambito dell'art. 2497, primo comma, c.c. hanno finalità riparatoria. Precisamente, essi, fino a concorrenza della massa attiva eventualmente intaccata, neutralizzano l'eventuale pregiudizio inferto con il concordato unitario [31],

---

zio, ma piuttosto a sinergie derivanti dall'appartenenza al gruppo. Si veda anche C.B. VANNETTI, (nt. 5), 260 secondo il quale sarebbe preferibile parlare di «non "svantaggi" compensativi».

[28] V. sul punto anche O. CAGNASSO, *La rilevanza*, (nt. 5), 1391.

[29] Come già sottolineato (v. *supra* par. 2.1), i vantaggi compensativi che si producono "per effetto" del concordato, salvo possibili resti, non entrano nel calcolo del plusvalore di gruppo, in quanto, contrapposti ai corrispondenti pregiudizi, sostanzialmente si azzerano.

[30] G. SCOGNAMIGLIO, *La crisi e l'insolvenza*, (nt. 5), 705; L. BENEDETTI, *La nuova disciplina del concordato di gruppo*, (nt. 5), 353.

[31] È la logica propria dell'art. 2497, primo comma, c.c. a fronte del quale la *holding* ha la possibilità di danneggiare una impresa del gruppo a condizione che il danno sia *aliunde* compensato, v. per tutti G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 7), 534 e nt. 26.

per la parte ulteriore invece compensano per il maggior rischio che tale procedura comporta [32].

Accogliendo questa lettura, se ne ricava che il d.lgs. 26 ottobre 2020, n. 147, introducendo l'obbligo di quantificazione del beneficio, da un lato, e il riferimento alla teoria dei vantaggi compensativi, dall'altro, ha ampliato non solo l'informativa a favore dei creditori, ma anche, come si è cercato di sostenere, le possibilità di ricorrere al concordato di gruppo [33].

In questo senso, se ne conclude altresì che: *i*) la quantificazione del plusvalore ricavabile da un concordato unitario ha una duplice funzione, informativa e organizzativa; *ii*) la teoria dei vantaggi compensativi, anche in situazioni di crisi ed insolvenza, offre l'opportunità di compiere scelte maggiormente efficienti, esigendo nondimeno qualche adattamento. Sotto quest'ultimo profilo, innanzitutto, salvo propendere per la tesi dell'"ottimo paretiano" [34], il rispetto della clausola generale del «miglior soddisfacimento dei creditori delle singole imprese» comporta che, ai fini dell'ammissione al concordato di gruppo, i vantaggi debbano essere più che compensativi: non è sufficiente che essi controbilancino l'eventuale pregiudizio (*deficit*), ma devono anche essere stabiliti in misura tale da garantire un delta positivo (*surplus*) [35], che, come già accennato, può essere assimilato ad una sorta di compenso per il rischio. In questa prospettiva, nell'ambito del concordato di gruppo si assiste ad una evoluzione della funzione dei vantaggi da compensativa a perequativa.

Inoltre, da un lato, il principio dell'autonomia delle masse attive e passive e, dall'altra, la necessità di conseguire l'attestazione da parte del professionista, portano a ritenere che la compensazione debba essere pressoché certa, per quanto riguarda la probabilità di verificazione entro la chiusura del concordato [36]. Peraltro, in particolare nelle procedure liquidatorie, pare ammissibile solamente una compensazione integrale e di natura quantitativa [37].

---

[32] V. *supra* nota 22.

[33] V. L. Benedetti, *La nuova disciplina del concordato di gruppo*, (nt. 5), 94 secondo il quale, invece, la richiesta di quantificazione del beneficio sarebbe funzionale alla valutazione del tribunale in merito alla modalità prescelta per la soluzione della crisi del gruppo.

[34] Secondo questa impostazione, per l'ammissione al concordato sarebbe sufficiente che alcune imprese aderenti al piano ne ricavino un plusvalore, potendo le altre registrare anche solo un "pareggio", v. in particolare M. Maugeri, (nt. 7), 232; G. D'Attorre, (nt. 5), 277; O. Cagnasso, *La rilevanza*, (nt. 5), 1386.

[35] V. L. Boggio, *Separazione delle masse, contribuzioni, consolidazione e concordato di gruppo: quo vadis?*, in *Giur. it.*, 2019, 1376 nonché più recentemente anche R. Sacchi, (nt. 5), 316.

[36] Nei gruppi in crisi, considerati gli scopi satisfattivi delle procedure, pare doversi negare la rilevanza di compensazioni "virtuali". Per i gruppi *in bonis* questa medesima impostazione è seguita in particolare da F. Denozza, (nt. 6), 338 e G. Scognamiglio, (nt. 7), 22 ss.

[37] Così anche D. Galletti, (nt. 5), 672.

Allo stesso tempo, occorre sottolineare che la possibilità di pianificare operazioni redistributive-compensative è legata all'ipotesi che dal concordato unitario sia conseguibile un beneficio patrimoniale, la cui entità, al momento della presentazione della domanda di ammissione alla procedura, non potrà che essere meramente stimata, seppur ragionevolmente; sicché, a loro volta, anche i vantaggi compensativi di cui si discorre non potranno che, al momento della predisposizione del piano, essere solo «fondatamente prevedibili».

Dalla constatazione che, ai fini del concordato di gruppo, assumano espressamente rilievo i benefici non ancora realizzati a condizione che siano fondatamente prevedibili (art. 284, quarto comma, c.c.i.i.), si ritiene che possa essere tratto un argomento di ordine sistematico per affermare, in via definitiva, la rilevanza generale dei vantaggi compensativi prospettici [38], conseguibili però con ragionevole certezza, entro un predefinito arco temporale.

In effetti, se per una società in crisi, dove il livello di rischio che ci si può assumere è molto basso, nel contesto della pianificazione strategica della soluzione regolatoria di gruppo è possibile costruire *ex ante* un assetto compensatorio che sia però razionale, a maggior ragione dovrebbe esserlo in una società *in bonis*, dove peraltro è attiva la *business judgment rule.*

2.3. *Alcuni spunti per la quantificazione del beneficio conseguibile con il concordato di gruppo.*

Stabilito, come si crede, che i vantaggi compensativi *ex* art. 284, quarto comma, c.c.i.i. possano consistere anche in redistribuzioni del beneficio di natura patrimoniale complessivo lordo conseguibile con il concordato di gruppo, resta da indagare come tale beneficio possa essere quantificato.

---

[38] V. O. CAGNASSO, *La rilevanza*, (nt. 5), 1383 ss. Si tratta della tesi sostenuta in dottrina da P. MONTALENTI, per i cui riferimenti v. nt. 2, seguito, tra gli altri, da P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sul gruppo (non creditizio)*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, I, 14 ss.; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*[2], Padova, Cedam, 2006, 197; M. VENTORUZZO, *Responsabilità da direzione e coordinamento e vantaggi compensativi futuri*, in *Riv. soc.*, 2016, 363 ss.; M. SPIOTTA, *Continuità aziendale e dovere degli organi sociali*, Milano, Giuffrè, 2017, 153 ss. e F. SUDIERO, *Il collegio sindacale "di gruppo" e continuità aziendale: tra "fondati indizi della crisi" e vantaggi compensativi "fondatamente prevedibili"*, in *Impresa e rischio. Profili giuridici del* risk management, a cura di S.A. Cerrato, Torino, Giappichelli, 2019, 159 ss. *Contra* invece in particolare: F. DENOZZA, (nt. 6), 327 ss.; L. ENRIQUES, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2000; R. SACCHI, *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 662; G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 7), 22 ss. Per un'analisi dell'applicazione giurisprudenziale dei vantaggi compensativi si rinvia a L. BENEDETTI, *I vantaggi compensativi nella giurisprudenza*, in *Riv. dir. impr.*, 2015, 127 ss. nonché precedentemente a P. MONTALENTI, *Operazioni infragruppo*, (nt. 2), 2318, e per alcuni profili anche a S.A. CERRATO, *Osservazioni in tema di operazioni infragruppo e vantaggi compensativi*, in *Giur. it*., 2001, 1675 ss.

A tal fine, il primo elemento che viene in considerazione è il fatto che l'art. 284, quarto comma, c.c.i.i. si riferisca ad un beneficio «per i creditori», pertanto deve ritenersi che esso possa essere costituito solamente da elementi idonei a soddisfare le pretese di tali soggetti, mentre nessuna rilevanza può essere attribuita, per esempio, a vantaggi ritraibili dai soci oppure dai dipendenti.

In tale prospettiva, sembra che dei criteri per l'individuazione degli elementi che possono essere "conteggiati" ai fini della quantificazione di un siffatto beneficio possano essere tratti:

i) dall'art. 84, terzo comma, c.c.i.i., dove, con riferimento al concordato con continuità, si prevede che i creditori sono soddisfatti mediante una «utilità specificatamente individuata ed economicamente valutabile, che può consistere anche nella prosecuzione o rinnovazione di rapporti contrattuali con il debitore o il suo dante causa», e

ii) dall'art. 87, c.c.i.i. dove invece è specificato che la soddisfazione dei crediti può avvenire attraverso «qualsiasi forma anche mediante cessione di beni, accollo, altre operazioni straordinarie, ivi compresa l'attribuzione ai creditori nonché a società da queste partecipate di azioni, quote, ovvero obbligazioni anche convertibili in azioni o altri strumenti finanziari e titoli di debito».

Sulla base di tali disposizioni, il beneficio di cui si discorre sembra che possa essere costituito solamente da "utilità" astrattamente monetizzabili, suscettibili di incrementare la soglia di soddisfacimento dei creditori e in grado di prodursi entro la data di attuazione del piano [39].

Così ragionando, i benefici del concordato di gruppo, non conseguibili con procedure autonome, si può ipotizzare che derivino dalla conservazione dell'unità del gruppo e, quindi, dalla possibilità di godere di sinergie e di economie di scala (in particolare sotto forma di risparmi di spesa grazie alla non duplicazione di procedure e strutture) e più in generale dalla possibilità di compiere operazioni maggiormente efficienti anche grazie al *discrimen* offerto dai vantaggi compensativi [40].

In breve, il beneficio è costituto dalla somma dei valori dei vantaggi conseguibili con il concordato di gruppo, al netto, però, di eventuali pregiudizi inferti, per cui, come già precisato [41] la parte dei vantaggi destinati a controbilanciare un danno non concorre alla determinazione del plusvalore di gruppo.

---

[39] L. BENEDETTI, *La nuova disciplina del concordato di gruppo*, (nt. 5), 352.

[40] V. N. ABRIANI, *Holding e continuità aziendale nelle procedure di regolazione della crisi dei gruppi*, in www.ildirittodellacrisi.it, 25 marzo 2021 nonché, anche per ulteriori riferimenti L. BENEDETTI, *La nuova disciplina del concordato di gruppo*, (nt. 5), 14 ss., il quale, partendo dall'insegnamento di B. LIBONATI, *Il gruppo insolvente*, Firenze, Nardini, 1981 ritiene che l'eterodirezione sia funzionale alla conservazione del plusvalore del gruppo e che pertanto essa, in virtù dei principi di corretta gestione, rappresenti un obbligo della capogruppo ai fini dell'esecuzione del piano concordatario.

[41] V. *supra* par. 2.1.

Non sembra che possano essere conteggiati neppure i valori che si presume possano derivare dall'eventuale ridisegno della fisionomia del gruppo ad esito della procedura. Essi, infatti, producendosi dopo la chiusura della stessa potrebbero risultare non più rilevanti per il soddisfacimento dei creditori anteriori, salvo ritenere che il beneficio possa consistere nella continuità aziendale delle imprese loro debitrici, ripristinata proprio grazie al concordato di gruppo. In tal caso, però, occorrerebbe capire come darvi rilevanza, se necessariamente attraverso la stima del valore ad essa associabile oppure anche con altre modalità [42]. Del resto, la continuità non sembra essere un elemento con un valore in sé, essendo invece servente al migliore soddisfacimento dei creditori anche per l'attitudine a generare beni "futuri".

In ogni caso, seppur con una dose di approssimazione, si potrebbe ritenere che il beneficio di cui si discute non sia altro che la "traduzione numerica" delle «ragioni di maggiore convenienza» del piano unitario rispetto a procedure autonome, che devono essere illustrate nella domanda di ammissione alla procedura (art. 284, quarto comma, c.c.i.i.).

Si tratterebbe, in buona sostanza, di due facce della stessa medaglia ossia di due diverse modalità (una narrativa, l'altra numerica) per dimostrare e motivare l'ipotizzata superiorità della soluzione unitaria rispetto a quella atomistica [43].

La circostanza che possano esistere «ragioni di maggiore convenienza» di natura qualitativa (si pensi al contenimento dei ritardi procedurali o alla migliore circolazione delle informazioni [44]) non sembra smentire l'assunto, in quanto anche queste, a ben vedere, si riflettono sull'entità del beneficio atteso, dal momento che, favorendo l'attuazione del piano, per esempio aumentando il grado di probabilità di effettiva realizzazione dello stesso oppure accelerandone i tempi di esecuzione, riducono il relativo fattore di sconto e dunque la misura dell'abbattimento del valore del beneficio stimato.

Più precisamente, nel caso dei plusvalori futuri, ricavabili da un concordato di gruppo, i fattori di sconto che vengono in considerazione sono due: il tempo e il rischio [45].

Per tenere conto del differimento temporale [46] e determinare il valore attuale

---

[42] Per una proposta v. *ultra* par. 4.

[43] Così M. MIOLA, *Le operazioni societarie riorganizzative* (nt. 5), 691, nt. 132.

[44] Cfr. L. BENEDETTI, *La nuova disciplina del concordato di gruppo*, (nt. 5), 81, secondo il quale invece il codice della crisi non prenderebbe in considerazione i vantaggi di un concordato di gruppo che non consistono in benefici relativi alla misura della soddisfazione dei creditori.

[45] Così anche R. SACCHI, (nt. 4), 322.

[46] Considerati gli attuali tassi di inflazione, andrebbe ponderata anche questa ulteriore variabile. In linea generale, per ricondurre i flussi nominali ai flussi reali viene utilizzata la seguente formula: $FC_R = \frac{FC_{Nt}}{(1+r_i)^t}$

dove: $\mathbf{FC_R}$=flussi di cassa reali; $\mathbf{FC_N}$= flussi di cassa nominali; $\mathbf{r_i}$ = tasso di inflazione.

del beneficio che si stima possa essere conseguito con la procedura di gruppo è necessario ricorrere al calcolo attuariale [47]. Al valore così ottenuto occorre applicare un ulteriore sconto [48] per tenere conto dei molteplici fattori di rischio (primo fra tutti la dipendenza del successo del concordato dall'attuazione dei piani concordatari da parte delle singole imprese del gruppo che vi partecipano) che rendono incerto l'effettivo conseguimento del beneficio e/o il suo ammontare.

Com'è evidente da queste brevi ed essenziali note, la rigorosa valutazione del presumibile *plusvalore* del concordato di gruppo è un presupposto indispensabile per il corretto esercizio dell'opzione a favore della soluzione unitaria e, in ultima analisi, per garantire il miglior soddisfacimento dei creditori della società. Conseguentemente, tale operazione comporta una forte assunzione di responsabilità da parte del professionista indipendente chiamato a compiere l'attestazione [49].

3. *I vantaggi compensativi e i trasferimenti di risorse infragruppo.*

Nell'ambito della disciplina del concordato di gruppo, la teoria dei vantaggi compensativi viene richiamata altresì dall'art. 285, secondo comma, c.c.i.i. laddove è stabilito che il piano o i piani concordatari possano prevedere il compimento di operazioni contrattuali e riorganizzative, inclusi i trasferimenti di risorse infragruppo purché un professionista indipendente attesti che dette operazioni sono necessarie ai fini della continuità aziendale per le imprese per le quali essa è prevista nel piano e coerenti con l'obiettivo del miglior soddisfacimento dei creditori di tutte le imprese del gruppo tenuto conto dei vantaggi compensativi derivanti alle singole imprese.

Il riferimento ai «trasferimenti di risorse» ha fatto dell'art. 285, secondo comma, c.c.i.i. una delle disposizioni in materia di crisi dei gruppi maggiormente discusse, avendo sollevato questioni di varia natura che vanno dall'eccesso di delega e dunque all'incostituzionalità, all'incompatibilità con l'art. 2740, c.c., al contrasto con la clausola generale della separazione delle masse attive e passive [50].

Si potrebbe però tentare di superare tutte queste obiezioni mediante una lettura dell'art. 285, secondo comma, c.c.i.i. non isolata, ma coordinata con quella del-

---

[47] In estrema sintesi, se alla data di valutazione 0 si considera un beneficio (B) esigibile alla futura data t, il suo valore attuale VA(B) al tasso attualizzazione *r* è dato da: $VA(B)=B/(1+r)^t$. Sulle tecniche attuariali si veda per tutti L. GUATRI e M. BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, Egea, 2009 e ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE, *Principi italiani di valutazione*, Milano, 2015.

[48] In formula: E[B]= VA(B) – S.

[49] Cfr. anche R. SACCHI, (nt. 5), 322.

[50] Il dibattito è ben riassunto da L. BENEDETTI, *La nuova disciplina del concordato di gruppo*, (nt. 5), 243 ss. al quale si rinvia anche per i riferimenti.

l'art. 284, quarto comma, c.c.i.i. e quindi muovendo dalla considerazione che siffatte operazioni sono contenute nel piano fin dalla sua proposta e che dunque devono superare anch'esse, a monte, la procedura di verifica delle condizioni di apertura del concordato [51], prendendo in considerazione le possibili redistribuzioni del plusvalore estraibile dal concordato sotto forma di vantaggi compensativi, per consentire il rispetto del principio di autonomia delle masse attive e passive [52], nonché, qualora se ne ritenga conferente l'applicazione, anche di quello sancito dall'art. 2740 c.c. [53].

Con riferimento alle operazioni di cui si discute – se necessarie per assicurare la continuità aziendale delle imprese per le quali essa è prevista nel piano – non sembra che si pretenda che le stesse siano capaci di generare un beneficio di carattere patrimoniale, concorrendo così all'incremento del plusvalore conseguibile con il concordato di gruppo [54].

La norma, più semplicemente, sembra esigere che le operazioni in questione siano «coerenti» ossia che non si pongano in contrasto con l'obiettivo del miglior soddisfacimento dei creditori di «tutte» le imprese del gruppo [55], che rimane prio-

---

[51] Cfr. L. BENEDETTI, *La nuova disciplina del concordato di gruppo*, (nt. 5), 332, il quale correttamente ritiene che la valutazione dei presupposti di legittimità dei trasferimenti infragruppo dovrebbe essere compiuta dal tribunale già nella fase di ammissione al concordato di gruppo, verificando anche la sussistenza di vantaggi compensativi.

[52] M. MIOLA, *Le operazioni societarie riorganizzative,* (nt. 5), 693; L. BENEDETTI, *La nuova disciplina del concordato di gruppo*, (nt. 5), 333.

[53] Sulla questione, a favore dell'estraneità dell'art. 2740, c.c. al concordato unitario il cui piano contempli trasferimenti di risorse infragruppo, si vedano, seppur con diversi argomenti: G. FERRI jr, (nt. 5), 294 e R. SACCHI, (nt. 5), 319. Secondo G. MEO, L. PANZANI, *Procedure unitarie "di gruppo" nel codice della crisi*, in www.ilcaso.it, articolo del 20 dicembre 2019, 51, la disciplina dei trasferimenti infragruppo, invece, rappresenterebbe una vera e propria deroga alla regola sancita dall'art. 2740, c.c.

[54] Cfr. O. CAGNASSO, *La rilevanza*, (nt. 5), 1388, il quale, sempre nell'ottica di un'attenuazione del principio del migliore soddisfacimento dei creditori, ritiene che la norma possa essere ricostruita nel senso che il trasferimento sia idoneo a creare un beneficio per almeno una delle società aderenti al concordato e non determina un pregiudizio per le altre. È dell'opinione che il trasferimento di risorse debba, invece, essere "produttivo di valore" per tutte le componenti del gruppo G. FERRI JR, *I trasferimenti di risorse infragruppo,* in *Giur. comm.,* I, 2024, 505.

[55] Si noti che l'art. 285, secondo comma, c.c.i.i. e l'art. 284, quarto comma, c.c.i.i., per quanto riguarda la formulazione del principio del migliore soddisfacimento dei creditori, presentano una differenza letterale alla quale potrebbe essere dato un rilievo interpretativo. Il primo, infatti, richiama «tutti» i creditori e quindi si potrebbe ritenere che faccia riferimento al migliore soddisfacimento della generalità dei creditori delle imprese del gruppo unitariamente considerate alludendo quindi all'esistenza di un interesse di gruppo, mentre il secondo più inequivocabilmente fa riferimento a quello dei creditori «di ciascuna impresa» aderente al concordato. Sul punto v. O. CAGNASSO, *La rilevanza*, (nt. 5), 1387, F. GUERRERA, *Atti, contratti, operazioni infragruppo e "trasferimenti di risorse" nei concordati e negli accordi di ristrutturazione e di risanamento di un gruppo,* in *Riv. dir. comm.,* 2021, I, 124 e, da ultimo, V. PINTO, (nt. 5), 1148. Ritiene invece che la differente formula-

ritario e non deve essere scalfito [56]. Tuttavia, per conseguire tale obiettivo e quindi affinché il concordato unitario sia ammissibile si ritiene che sia sufficiente che i creditori ricevano un trattamento migliore rispetto a quello conseguibile con una procedura autonoma (art. 284, quarto comma, c.c.i.i.), non invece il trattamento migliore in assoluto, tant'è che a norma dell'art. 285, quarto comma, c.c.i.i. nel caso in cui i creditori contestino gli effetti pregiudizievoli dell'operazione, il tribunale omologa comunque il concordato se, sulla base di una valutazione complessiva del piano, risulta che i creditori possano essere soddisfatti in misura non inferiore a quanto ricaverebbero dalla liquidazione giudiziale della singola impresa, stabilendo così, a loro tutela, la mera soglia minima del soddisfacimento [57].

Sulla scorta di queste osservazioni, sembra potersi ritenere che scopo dell'art. 285, secondo comma, c.c.i.i., sia quello di contemperare gli interessi dei creditori con quelli plurimi (es. imprenditore, dipendenti, consumatori e creditori medesimi) alla continuità delle imprese.

In questa chiave, in considerazione del *favor* del legislatore verso la continuità aziendale, si potrebbe concludere che i trasferimenti di risorse cui fa riferimento l'art. 285, secondo comma, c.c.i.i. siano quelli necessari a conseguire tale scopo, per i quali tuttavia non si generano vantaggi compensativi "diretti" in capo alla disponente, la quale tuttavia «tenuto conto dei vantaggi compensativi» "indiretti", ossia quelli derivanti dalla redistribuzione del *plusvalore* conseguibile grazie al concordato di gruppo, riesce comunque a garantire ai propri creditori un *surplus* di risorse, seppur non nella loro misura massima [58] o, più in generale, anche su altri piani diversi da quello strettamente patrimoniale, un migliore soddisfacimento rispetto alla procedura separata [59].

In altre parole, si tratterebbe di operazioni rispetto alle quali la disponente

---

zione delle norme anzidette derivi da una mera mancanza di coordinamento M. MIOLA, *Le operazioni societarie riorganizzative,* (nt. 5), 681.

[56] Cfr. A.M. AZZARO, P. BASTIA, (nt. 15), 8 che parlano di «strategie collaborative» e di «gioco a somma zero».

[57] L. PANZANI, (nt. 16), 1353.

[58] Così anche E. RICCIARDIELLO, *Il nuovo concordato preventivo di gruppo tra autonomia delle masse ed interconnessione finanziaria*, in *Le crisi d'impresa e del consumatore il d.l. 118/221.* Liber amicorum *per Alberto Jorio*, a cura di S. Ambrosini, Bologna, Zanichelli, 2021, 800 ss., il quale puntualizza che «il vantaggio compensativo debba essere soggetto ad una valutazione unitaria complessiva delle operazioni e delle loro finalità e non limitata ai singoli trasferimenti». Nello stesso ordine di idee, precedentemente, già S. POLI, "*Il concordato di gruppo": ii) verifica critica degli approdi giurisprudenziali con tentativo di ricavare dal sistema le chiavi per un parziale superamento del dogma della separazione delle masse (attive) (Parte II)*, in *Contr. impr.*, 2015, 100 ss. Per una compensazione effettuata mediante apposite contropartite, per esempio anche attraverso indennità dirette ai creditori, v. F. GUERRERA, (nt. 5), 233.

[59] Per un tentativo di ricostruzione dei vantaggi compensativi che potrebbero venire in considerazione v. O. CAGNASSO, *La rilevanza*, (nt. 5), 1389.

"mette una ipoteca" [60] sul plusvalore derivante dal concordato unitario, che pertanto non sarebbe distribuibile liberamente, dovendo essere destinato prioritariamente alla reintegrazione del valore della massa attiva delle imprese che hanno subito un drenaggio di risorse.

Secondo questa interpretazione, quindi, anche per i vantaggi compensativi ai quali fa riferimento l'art. 285, secondo comma, c.c.i.i. la fonte dalla quale attingere per riparare ai pregiudizi inferti con i trasferimenti di risorse consiste nel *plusvalore* conseguibile con il concordato unitario [61], da qui l'intreccio e l'interdipendenza con l'art. 284, quarto comma, c.c.i.i. [62].

La richiesta di una maggiore attenzione verso queste operazioni da parte dell'esperto attestatore deriverebbe proprio dal rischio che esse possano erodere l'intero *plusvalore*, facendo venire meno la maggiore convenienza del concordato unitario. A questa cautela, poi, si aggiunge l'opposizione all'omologazione del concordato di gruppo esperibile dai creditori (art. 285, terzo comma, c.c.i.i.) e dai soci (art. 285, quinto comma, c.c.i.i.).

Se questa interpretazione venisse accolta, ci si potrebbe allora chiedere se siano davvero inammissibili i trasferimenti di risorse a favore delle imprese per le quali il piano non prevede la continuità, qualora i decrementi patrimoniali a carico della disponente riescono ad essere riequilibrati da vantaggi compensativi "diretti" ossia conseguiti o fondatamente conseguibili per effetto e nell'ambito dell'esecuzione del piano, secondo lo schema riparatorio delineato dall'art. 2497, primo comma, c.c. e precisamente «alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento» oppure mediante «operazioni a ciò dirette» [63].

Per rispondere a tale quesito, occorre stabilire quale rapporto intercorra fra l'art. 2497, primo comma, c.c. e l'art. 285, secondo comma, c.c.i.i. L'alternativa sembra porsi tra:

i) una disattivazione della prima disposizione a favore della seconda allorché si

---

[60] Cfr. R. SACCHI, (nt. 5), 318 secondo il quale, in caso di trasferimenti di risorse infragruppo, mancherebbe il titolo giuridico per il rientro del valore nel patrimonio di provenienza.

[61] Per un'analisi diversa tesa a ricostruire la categoria dei vantaggi compensativi in questione v. O. CAGNASSO, *La rilevanza*, (nt. 5), 1389.

[62] Non sembra corretto invece qualificare il trasferimento del *plusvalore* come un trasferimento di risorse *ex* art. 285, secondo comma, c.c.i.i. (in questo senso sembra orientato L. BENEDETTI, *La nuova disciplina del concordato di gruppo*, (nt. 5), 82), dal momento che tale norma condiziona l'ammissibilità dei trasferimenti, sul piano sostanziale, alla loro funzionalità alla continuità aziendale delle imprese a beneficio delle quali vengono effettuati e, sul piano formale, ad una apposita attestazione del professionista. Simili condizioni non pare che invece vengano richieste per la distribuzione del beneficio ricavabile dal concordato di gruppo. Sottolinea la diversità fra il fenomeno del trasferimento di risorse e quello della distribuzione del plusvalore anche G. FERRI JR, (nt. 58), 508.

[63] Per il carattere "binario" delle compensazioni ammesse dall'art. 2497, primo comma, c.c. si veda molto chiaramente D. GALLETTI, (nt. 5), 655.

apra un concordato unitario cosicché le uniche operazioni infragruppo possibili sarebbero quelle descritte dall'art. 285, secondo comma, c.c.i.i., oppure

ii) un rapporto di genere a specie, per cui le operazioni infragruppo pregiudizievoli riequilibrate da vantaggi compensativi "diretti" *ex* art. 2497, primo comma, c.c. restano ammissibili [64], con la ulteriore possibilità offerta dall'art. 285, secondo comma, c.c.i.i. di effettuare anche trasferimenti di risorse da una impresa all'altra che seppur non coperti da vantaggi compensativi "diretti", sono necessari per assicurare la continuità aziendale delle imprese per le quali essa è prevista nel piano, a condizione tuttavia che il plusvalore complessivo conseguibile con il concordato di gruppo sia sufficientemente capiente per reintegrare, in fase di distribuzione dello stesso, con attribuzioni compensative *ad hoc*, la consistenza patrimoniale delle imprese sacrificate e al contempo garantire un *surplus* di risorse a tutte le imprese aderenti al concordato, per un migliore soddisfacimento dei relativi creditori.

Come è evidente, la seconda linea interpretativa consente di ampliare la possibilità di effettuare trasferimenti di risorse infragruppo in due direzioni: dal lato del trasferente, nel senso che potrebbero avvenire anche da parte di imprese soggette a procedure diverse dal concordato in continuità per le quali, com'è noto, viene ammessa la destinazione parziale dei propri beni ai creditori [65] e, dal lato del ricevente, in quanto potrebbero essere effettuati anche a favore di imprese destinate alla liquidazione, sempre che sussistano «ragioni di maggiore convenienza» [66], senza che a tal fine sia necessario che i trasferimenti in questione risultino funzionali alla continuità di almeno una impresa inclusa nel concordato [67].

In base a questa interpretazione, nella sfera dell'art. 285, secondo comma, c.c.i.i. ricadrebbero quindi solamente quei trasferimenti infragruppo per i quali non si originano vantaggi compensativi "diretti" sicché i pregiudizi che ne scaturiscono, salvo che la disponente non sia soggetta anch'essa ad un concordato in continuità, necessitano di essere riparati con compensazioni *ad hoc*, effettuate mediante utilizzo del plusvalore di gruppo.

Si tratta però di transazioni non di mercato che pertanto richiedono una adeguata *disclosure* e istruttoria [68], in particolare esse debbono essere motivate se-

---

[64] Con riferimento a tali operazioni resterebbe però da indagare se l'azione risarcitoria *ex* art. 2497, primo comma, c.c. rimanga comunque assorbita dall'opposizione all'omologazione al concordato come per le operazioni di cui all'art. 285, secondo comma, c.c.i.i. Per questi dubbi v. G. SCOGNAMIGLIO, *I gruppi di imprese nel ccii*, (nt. 5), 427.

[65] V. R. SACCHI, (nt. 5), 317 ss.

[66] La limitazione infatti è ritenuta da più parti «irragionevole», così in particolare G. D'ATTORRE, (nt. 5), 289.

[67] Così invece G. D'ATTORRE, (nt. 5), 289.

[68] In termini più generali, l'esigenza di una regola che postuli una adeguata istruttoria e obblighi informativi con riferimento ad operazioni infragruppo pregiudizievoli v. F. DENOZZA, (nt. 6), 338.

condo le regole comuni relative all'esercizio del potere di eterodirezione [69] e oggetto di una apposita attestazione da parte dell'esperto indipendente [70].

4. *La distribuzione del plusvalore conseguibile con il concordato di gruppo fra limiti e criteri.*

Con riferimento al plusvalore derivante dal concordato di gruppo non sono stabilite norme speciali per la sua distribuzione, pertanto si ritiene che vengano in considerazione le regole dettate per il concordato preventivo [71].

Quest'affermazione, alla luce delle considerazioni più sopra svolte, sembra che possa però venire meglio precisata.

Se è corretta la tesi sostenuta in questo lavoro, secondo la quale, nel caso in cui sussistano ragioni di maggiore convenienza, è possibile infliggere un danno ad un'impresa del gruppo e, laddove dal concordato unitario non si originino spontaneamente vantaggi compensativi "diretti", riparare tale danno mediante una redistribuzione del plusvalore complessivo, ne consegue che da tale plusvalore debba essere prioritariamente prelevata la quota necessaria per reintegrare la consistenza patrimoniale di una o più imprese del gruppo, eventualmente intaccata in esecuzione della procedura unitaria, per esempio per effettuare trasferimenti di risorse necessari per garantire la continuità aziendale di alcune imprese o più in generale per rendere possibile il concordato di gruppo altrimenti precluso [72].

In questo senso, solo la parte residua del plusvalore potrebbe essere effettivamente ripartita liberamente fra le imprese che hanno aderito al concordato [73], stan-

---

[69] O. CAGNASSO, *La rilevanza*, (nt. 5), 1389.

[70] Così già R. SANTAGATA (nt. 4), 246 ss. L'A., a 251, evidenzia altresì come ai creditori debba fornirsi «puntuale e trasparente informazione necessaria per la corretta formazione del consenso; al tribunale deve offrirsi la documentazione idonea a verificare la correttezza degli spostamenti patrimoniali infragruppo, consentendogli così di escludere a monte l'imputazione alla soluzione concordataria di una illecita ripartizione del rischio d'impresa e/o di una violazione di principio inderogabile di autonomia delle masse attive e passive delle distinte società del gruppo».

[71] G. GERRI JR (58), 511.

[72] Queste attribuzioni, essendo volte a restaurare la neutralità per il singolo patrimonio della soluzione regolatoria "aggregata", si ritiene che debbano essere considerate come poste strettamente inerenti il patrimonio della società beneficiaria rispetto alle quali, quindi, non sono ipotizzabili deroghe rispetto all'ordine legale delle cause di prelazione, v. D. GALLETTI, (nt. 5), 674.

[73] L'unica questione che si pone riguarda il rispetto dell'ordine legale di prelazione, v. D. GALLETTI, (nt. 5), 675, il quale sembra distinguere, con riferimento alla singola impresa, fra beneficio estratto direttamente e beneficio indiretto, derivante cioè da attribuzioni del plusvalore complessivo. In questo secondo caso, per la parte eccedente eventuali reintegrazioni di patrimonio, non sussisterebbe un vincolo al rispetto dell'ordine legale di prelazione. Sul regime di distribuzione del plusvalore di gruppo v. da ultimo G. FERRI JR (nt. 58), 511.

te l'assenza di un obbligo di ripartizione secondo criteri di parità di trattamento o di proporzionalità [74].

Accogliendo la tesi dell'ottimo paretiano, tale libertà potrebbe spingersi persino fino a distribuire tale plusvalore solamente fra alcune imprese e non tutte.

Invero, l'art. 284, quarto comma, c.c.i.i., come già più volte evidenziato, sembra esigere che ogni singola impresa che ha partecipato al concordato tragga un plusvalore a beneficio dei propri creditori.

Tale modo di procedere, oltre che aderente al dato letterale, sembra spiegabile anche dal punto di vista economico, come compenso per il rischio [75].

Tuttavia, ci si chiede se il beneficio per i creditori possa davvero consistere solamente in un plusvalore di natura patrimoniale, così come sembra lasciare intendere l'obbligo della sua «quantificazione» o se invece esso possa consistere in altri elementi, anche di carattere qualitativo.

Per esempio, stante il tenore dell'art. 84, terzo comma, c.c.i.i., per le imprese per le quali è stata ripristinata la continuità aziendale, un valido beneficio può essere rappresentato dalla «prosecuzione o rinnovazione di rapporti contrattuali con il debitore o il suo dante causa»?

Detto in altri termini, alla luce di questa disposizione, si può ritenere che tali imprese possano essere escluse in tutto o in parte dalla condivisione del plusvalore patrimoniale, qualora il «miglior soddisfacimento dei creditori» possa essere assicurato su un piano economico differente ossia mediante la prosecuzione o rinnovazione dei contratti o, più in generale, grazie alla continuità dell'impresa? [76]

A patto che sussista il consenso dei creditori, supportato dall'attestazione del professionista designato, la soluzione, invero, non sembra incompatibile con l'ordinamento.

Essa però implica che i criteri di ripartizione del *plusvalore* vengano stabiliti già nella proposta e laddove attengano al presupposto di cui agli artt. 284, quarto comma, c.c.i.i. e 285, secondo comma, c.c.i.i. è da ritenere che rientrino anche nel sindacato di ammissibilità della procedura unitaria [77].

---

[74] V. G. D'Attorre, (nt. 5), 282; M. Miola, *Le operazioni societarie riorganizzative,* (nt. 5), 683. Nello stesso senso, con riferimento ai gruppi *in bonis*, v. G. Scognamiglio, (nt. 7), 19, la quale tuttavia evidenzia l'eccezione del gruppo paritetico (art. 2545-*septies*, primo comma, n. 5).

[75] Nel senso che il piano non può essere ammesso in mancanza di un beneficio per ciascuna società aderente al concordato anche L. Benedetti, *La nuova disciplina del concordato di gruppo*, (nt. 5), 87 il quale ritiene che l'interesse del gruppo (o della maggioranza dei creditori) non può prevalere sull'interesse del singolo creditore (o di una loro frazione minoritaria) e in proposito cita UNCITRAL, *Legislative Guide on Insolvency Law, Part four: Directors' obligation in the period approaching insolvency (including in enterprise groups)*, United Nations, New York, 2020 disponibile su www.uncitral.un.org, section 2, par. 8 ove si afferma che «noting that typically collective benefit is not a sufficient justification by itself for acts judged to be prejudicial to creditors».

[76] Sembrano favorevoli a una simile soluzione A.M. Azzaro, P. Bastia, (nt. 15) 9.

[77] Così L. Benedetti, *La nuova disciplina del concordato di gruppo*, (nt. 5), 83 il quale eviden-

Quanto fin qui sostenuto ossia che il plusvalore complessivo estraibile con il concordato unitario possa essere utilizzato per reintegrare i *deficit* derivanti da trasferimenti di risorse infragruppo effettuati per permettere la continuità di alcune imprese incluse nel piano induce a concludere che su tale plusvalore non insista un interesse esclusivo dei creditori.

Questa constatazione, se corretta, confermerebbe la tesi che nell'attuale sistema, il diritto della crisi e dell'insolvenza non rappresenti più solamente un insieme di regole dirette ad attuare in modo efficiente e tendenzialmente paritario la responsabilità patrimoniale dell'imprenditore insolvente nell'interesse esclusivo dei creditori, ma ambisca a cercare un punto di equilibrio fra plurimi interessi rilevanti [78].

5. *I vantaggi compensativi e la contestazione del piano.*

L'art. 285 c.c.i.i. fa riferimento ai vantaggi compensativi anche al quarto e quinto comma, dove disciplina l'opposizione all'omologazione del concordato, rispettivamente, da parte dei creditori e dei soci.

In entrambi i casi, è stabilito che il tribunale, nonostante l'opposizione, possa comunque omologare il concordato se, «tenuto conto dei vantaggi compensativi» e quindi in considerazione della consistenza patrimoniale dell'impresa, comprensiva di eventuali attribuzioni del plusvalore di gruppo, per i soci è possibile escludere il prodursi di un pregiudizio, mentre per i creditori esistono i presupposti affinché essi «possano essere soddisfatti in misura non inferiore a quanto ricaverebbero dalla liquidazione giudiziale della singola impresa».

L'abbassamento della soglia di soddisfacimento dei creditori in una logica c.d. *cram down*, per l'ipotesi di contestazione del piano, rispetto a quella richiesta per l'ammissione al concordato viene spiegata con il *favor* per la ristrutturazione e quindi con la necessità di trovare a tal fine un contemperamento con l'interesse del creditore opponente [79].

In effetti, il legislatore sembra prendere atto del fatto che il valore conseguibile con il concordato di gruppo sia frutto di una mera stima e che dunque possano verificarsi degli errori di valutazione, tuttavia se si accerta che i creditori non ricaveranno una somma inferiore a quella che riceverebbero in caso di liquidazione giudiziale, il piano concordatario, arrivato già ad una fase avanzata di elaborazione, viene fatto salvo.

---

zia le differenze con il concordato unitario dove invece i criteri di distribuzione del plusvalore, costituendo una questione pregiudiziale, sono oggetto di deliberazione da parte del tribunale in sede di omologazione (art. 112, secondo comma, c.c.i.i.).

[78] V. G. D'ATTORRE, *Le regole di distribuzione del valore*, in *Fallimento*, 2023, 1223 ss.

[79] V. in particolare M. MIOLA, *Le operazioni societarie riorganizzative,* (nt. 5), 685 e G. D'ATTORRE, (nt. 5), 289 ss. Sul tema, anche G. FERRI jr, (nt. 5), 294 e L. PANZANI, (nt. 16), 1354.

Distaccandosi dall'approccio impiegato finora nell'indagine, volto essenzialmente ad individuare soluzioni capaci di ampliare "lo spazio di manovra" della disciplina del concordato di gruppo, reso troppo angusto dalle clausole generali della separazione delle masse attive e passive e del miglior soddisfacimento dei creditori, alla soglia in questione sembra possibile attribuire anche un'altra ricaduta applicativa.

Partendo di nuovo dalla premessa che il risultato conseguibile con il concordato di gruppo è frutto di una stima e che quindi non è un valore puntuale, ma si colloca all'interno di un *range* di valori possibili, delimitato a sinistra dal valore conseguibile nel *worst case* e a destra da quello ritraibile nel *best case*, se ne può ricavare che se il valore di liquidazione è compreso in questo *range*, nel senso che c'è il rischio che il concordato di gruppo conduca alla realizzazione di un valore inferiore ad esso, il concordato non è ammissibile.



Affinché il concordato sia ammissibile, appare necessario invece che il valore di liquidazione sia inferiore a quello conseguibile con il concordato nel peggiore dei casi.



In altre parole, sulla scorta di queste considerazioni, si ritiene che l'art. 285, quarto comma, c.c.i.i. introduca un limite al rischio che è possibile assumere con l'apertura di una procedura unitaria. Ciò comporta che, al momento della verifica delle condizioni di ammissibilità del concordato, non è sufficiente riscontrare che la "media" dei valori possibili conseguibili con il concordato di gruppo sia superiore a quello ricavabile con procedure separate, ma occorre verificare altresì che il valore più basso che ha probabilità di verificarsi (*worst case*) sia comunque superiore al valore di liquidazione.

The enforcement of CRAs liability: is a dialectical relationship between private autonomy and public rules possible?

L'attuazione della responsabilità delle Agenzie di rating del credito: è possibile una relazione dialettica tra autonomia privata e norme pubbliche?

Lorenzo Sasso*

ABSTRACT

The article examines the legal liability (administrative and civil) regimes introduced to establish an accountability model for credit rating agencies (CRA). In particular, the article focuses on the limits that hinder the achievement of a comprehensive accountability model for CRA, in which the two functions of deterrence – performed by the ESMA's supervisory power – and interpersonal justice – left to the national private courts – are effective and appropriately counterbalanced. Against the background of the three models envisaged for the interplay of public enforcement and private enforcement (separation, complementarity and integration of the two functions), which reflect models already adopted in the EU, the article explores the possibility of establishing a dialectical relationship between private autonomy and public rules in CRA's liability cases. It does so, on the one hand, by ascertaining the existence of a continuous interaction between public enforcement (ESMA supervision) and private law, of which it provides two examples (the MiFID regulation for investment services and the Standardization Regulation European Union in specific industrial sectors) and, on the other hand, evaluating whether the harmonization of the constituent elements that constitute non-contractual liability or of the procedural rules in appeals for purely pecuniary damages is possible at a European level.

L'articolo esamina i regimi di responsabilità amministrativa e civile fino ad ora introdotti dal legislatore europeo al fine di predisporre un modello di responsabilità adeguato per le agenzie di rating del credito (CRA). In particolare, si sofferma sui limiti che ostacolano la

* Professor of International Commercial Law, Moscow State Institute of International Relations (MGIMO), Adjunct professor of International Business, University of Bologna (UNIBO); e-mail: l.sasso@odin.mgimo.ru, lorenzo.sasso3@unibo.it.

realizzazione di un modello di responsabilità globale per le società di rating, in cui le due funzioni di deterrenza – svolte dal potere di vigilanza dell'ESMA – e di giustizia interpersonale – lasciata alle Corti di giustizia nazionali – siano efficaci e opportunamente bilanciate. Sullo sfondo dei tre modelli previsti per il collegamento tra public enforcement e private enforcement (modello della separazione, della complementarietà e dell'integrazione delle due funzioni), che trovano già loro precedenti nell'UE, l'articolo approfondisce la possibilità di stabilire una relazione dialettica tra autonomia privata (ricorso in giustizia) e regole pubbliche (sanzioni amministrative dell'ESMA) nei casi di responsabilità delle CRA. Lo fa, da un lato, accertando l'esistenza di una continua relazione tra l'applicazione pubblica (vigilanza dell'ESMA) e il diritto privato. Nel testo si forniscono due esempi (la regolamentazione MiFID per i servizi di investimento e il regolamento sulla Standardizzazione Europea in certi settori industriali). Dall'altro, valutando se sia possibile un'armonizzazione a livello europeo degli elementi costitutivi della responsabilità extracontrattuale o delle norme procedurali nelle azioni di danni puramente patrimoniali.

TABLE OF CONTENTS:

1. Introduction. – 2. In search of an accountability model for CRA. – 2.1. Ending over-reliance on CRAs: a mission impossible. – 2.2. The trade-off between the functions of deterrence and compensation. – 3. The EU liability regimes for CRAs and their criticalities. – 3.1. Art. 35(a) of the CRA III. – 3.2. Art. 36(a) of the CRA II. – 4. The rise of administrative enforcement and the interplay with private law remedies. – 4.1. The case of MiFID II. – 4.2. The case of the Regulation on European Standardization. – 5. The problem of harmonizing private enforcement of tort law in Europe. – 6. Conclusive considerations.

1. *Introduction.*

These last years have experienced – especially in Europe – an increasing regulation of the Credit Rating Agencies (CRAs) industry, which, after the last financial crisis of subprime and mortgage loans, have been under scrutiny worldwide. In particular, CRAs were accused of contributing to the proliferation of structured finance products such as asset-backed securities (ABS) in the global market and assessing these credits very poorly – often overestimating them. However, they were also suspected of having discriminated between sovereign debtors [1], giving preferential treatment to some country-issuers, or sometimes acting in the most

[1] For instance, empirical research showed that a different perception of the same credit risk existed from one rating agency to another, resulting in a difference between the ratings issued by the American agencies Moody's and S&P and the more "Europe-oriented" Fitch. According to the study, the latter rated Eurozone crisis countries on average between 0.25 and 0.59, rating notches more favourably than the former. See the Halle Institute for Economic Research (IWH), *Worse ratings by US rating agencies for European sovereigns no argument for European rating agency*, press release (4 January 2017), available at http://www.iwh-halle.de.

inconvenient time, spreading undue panic, while not acting in good time during the financial crisis of 2008 [2].

The anomaly in the CRAs industry is that, notwithstanding their semi-public function in ordering *public* financial markets worldwide, CRAs are *private* multinational enterprises operating behind the shield of limited liability. They aim to maximize profits and shareholders' value. Even if their reputation provides a strong incentive for issuing honest information, they do not act in the common interest, as would be the case if they were regulatory agencies mandated by the State. In situations where private interests and public imperatives diverge, conflicts of interest may arise and undermine the credibility of the regulatory process [3].

In their defence, CRAs have consistently upheld their role as neutral information providers, a stance that has been the cornerstone of their reliability and reputation. This commitment to impartiality has been a key consideration for regulators, who have often favoured market control mechanisms over legal strategies when discussing CRAs' regulation. This emphasis on their role as neutral information providers should reassure the audience about their integrity [4].

However, the US courts' approach has shifted away from quasi-judicial immunity. CRAs have lost their permanent status as financial journalists, as demonstrated by the several lawsuits against CRAs that followed the financial crisis. US courts took up the idea that structured financial products were for a specific business audience, such as investment banks and selected groups of investment bankers, and, therefore, they were only of private – not public – concern. By requalifying CRAs' ratings, no longer as political but as commercial speech that does not touch public concerns [5], the US courts held CRAs liable for having oper-

---

[2] In the summer of 2011, S&P declared that it would classify any planned or voluntary restructuring of the Greek debt as default. The European leaders were re-negotiating a second rescue package for Greece, which was more expensive. See Council on Foreign Relations, *The credit rating controversy*, 19 February 2015, available at http://www.cfr.org. In July 2011, Mr Wolfgang Schäuble and Mr Jose Manuel Barroso claimed an anti-Europe bias following the downgrading of Moody's, S&P, and Fitch at the expense of several countries in Europe. See CHARLEMAGNE, *The EU and credit rating agencies: poor standards*, in *The Economist*, 20 December 2013; S. O'GRADY, *Europe threatens 'mad' rating agencies*', in *The Independent*, 6 July 2011.

[3] P. GAVRAS, *Ratings Game*, in *Finance and Development*, 2012, 49, 34-37; M. BUSSANI, *Credit Rating Agencies' Accountability: Short Notes on a Global Issue*, in *Global Jurist*, 2010, 10(1), 1 ff.

[4] C.A.E. GOODHART, *The Regulatory Response to the Financial Crisis*, London, Edward Elgar Publishing, 2009, 121; S.L. SCHWARCZ, *Private ordering of public markets: the rating agency paradox*, in *U. Ill. L. Rev.*, 2002, 1, 26; F. PARTNOY, *Rethinking regulation of credit-rating agencies: an institutional investor perspective*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2010, 25, 190 ff.

[5] The Supreme Court has defined commercial speech as «solely related to the interest of the speaker and its audience»; see *Virginia. State Board of Pharmacy v Va. Citizens Consumer Council, Inc*., 425 U.S. 748, 762 (1976). The First Amendment still protects this type of speech but does not

ated not continuously in good faith or with the required professional diligence [6].

In addition, governments worldwide have implemented a substantial body of transnational regulations to discipline CRAs and provide them with an accountability model. In the US, the introduction of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 ('Dodd-Frank Act') has provided a comprehensive framework for regulating CRAs. In Europe, introduced in September 2009 [7], the CRA regulation has been overhauled in several steps with two amendments in May [8] and June 2011 [9] and a third in May 2013 [10]. Similarly to the EU, Russia has implemented a Regulation on CRAs to catch up with the Western countries [11]. Instead, the case of China is different, where the introduced legal framework regulates a broader range of topics compared to the US and EU and appears more ambitious but fragmented [12].

Among the various provisions implemented to discipline CRAs, this article focuses on the legal liability regimes introduced by the EU legislator, including civil and administrative liability, and their effectiveness. The legislator first introduced administrative liability by embracing a list of infringements that entail the imposition of administrative sanctions and assigning the enforcement powers to ESMA and, later, adopted the same list of infringements as a standard for CRAs' civil liability. Therefore, the EU accountability regime for CRAs relies on administra-

---

reach the same level of constitutional protection. See also *Central Hudson Gas and Electricity Corporation v Public Service Commission*, 447 US 557, 561 (1980).

[6] N. GAILLARD, M. WAIBEL, *The Icarus syndrome: how credit rating agencies lost their quasi-immunity*, in *SMU L. Rev.*, 2018, 71(4), 1102-1106.

[7] See, Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on credit rating agencies, OJ L 302, 17.11.2009, p. 1 (CRA I).

[8] Regulation (EU) No 513/2011 of the European Parliament and of the Council of 11 May 2011 amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies, OJ L 145, 31.5.2011, p. 30 (CRA II).

[9] Directive (EU) 2011/61 of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011, OJ L 174, 1.7.2011, p. 1.

[10] Regulation (EU) No 462/2013 of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013 amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies, OJ L 146, 31.5.2013, p. 1 (CRA III).

[11] *Federal'nyi zakon RF o deyatel'nosti kreditnych agentstv v Rossiiskoi Federatsii* [Federal Law of the Russian Federation on 'The activities of the rating agencies in the Russian Federation']. *Rossiiskaia Gazeta* [Ros. Gaz.] July 17, 2015.

[12] The Securities Law (证券法) of the People's Republic of China Implemented on March 1, 2020, and the Interim Measures for the Administration of the Credit Rating Industry (信用评级业管理暂行办法, n. 5 of 2019) for CRAs supervision. In addition, a major recent development affecting the Chinese legal framework for CRAs is the broader regulatory framework called the Social Credit System (SCS, 社会信用体 系), intended to report on the 'trustworthiness' of individuals, corporations, and governmental entities across China. See QIN Q, *Legal Engineering in the Supervisory System Reform*, Springer, Yilin Press, Ltd., 2023, Part IV, 179 ff.

tive enforcement and private law remedies. These two (public and private) enforcements should interact to reconcile the pursuit of the public interest with a concern to ensure justice between private parties. Of course, an accountability regime for CRAs should not primarily compensate investors for their investment loss but rather improve the regulatory governance of the financial markets as a whole. However, EU legislators must modulate deterrence and compensation to obtain an accountability model with the proper balance. Improving regulatory governance attains to providing deterrence for the common good of the financial markets while compensating investors for their losses attains to ensuring justice [13].

Two factors complicate this task. First, the nature of *rating* that – being a judgment – is inherently fallible, and this impacts the extent to which the promisor will be bound to the promise given (*obligations de moyens*) [14]. Second, CRAs also rate states and state-owned corporations, and a liability regime that is too rigid could negatively impact their independence [15]. So far, CRAs have always preferred not to establish subsidiaries or branches in countries that do not grant a certain degree of independence. Likewise, they have often terminated their activities in a specific country rather than carry on a revision of their operations to public demands [16]. In 2013, the EU legislator introduced Regulation n. 462 to provide a harmonized regime for CRAs' accountability within the EU countries. However, the Regulation is not an autonomous EU law. It renvoie to the relevant rules of private international law to determine the applicable national law for the interpretation of too many key terms, including, among others, the causation link. Taking advantage of the lack of harmonization between private law and private law remedies in the EU, CRA could incur in forum shopping or regulatory arbitrage, choosing countries that do not embrace stringent liability regimes to avoid States' interference and liability [17].

This article continues as follows. Section 2 provides a theoretical context against which the conclusive considerations of the study will be valued. Assuming that ending the market's over-reliance on CRAs is unlikely to happen and that

---

[13] O.O. CHEREDNYCHENKO, *Regulatory Agencies and Private Damages in the EU: Bridging the Gap between Theory and Practice*, in *Yearbook of European Law*, 2021, 40(1), 147 ff.

[14] A. MIGLIONICO, *Making Credit Rating Agencies Accountable: Is Estoppel a Possible Solution?*, in *BLR*, 2013, 5, 166-173.

[15] See S.L. SCHWARCZ, *Private ordering of public markets: the rating agency paradox*, in *U. Ill. L. Rev.*, 2002, 1, 26, where the author queries whether market forces sufficiently restrain rating agencies or whether public sector regulation is warranted. See also J.R. MACEY, *Public and private ordering and the production of legitimate and illegitimate legal rules*, in *Cornell L. Rev.* (1996-97), 82, 1123-1149, particularly at 1140-1147.

[16] See, for instance, the Japanese parliament's financial committee attempted to demand CRAs justify their rating in 2002, in D. IBISON, *Japan hits out as rating downgrade looms*, in *Financial Times*, 25 May 2002, 3.

[17] See F. AMTENBRINK, J. DE HAAN, *Taming the Beast? New European Regulation on Credit Rating Agencies*, in *JCGEP*, 2012, 10, 4, 450.

CRAs are the best cost-effective choice of the EU national supervisors, the EU legislator's challenge of introducing a sound accountability model for CRAs is to be able to counterbalance the two functions of deterrence and compensation without incurring in under or over-deterrence. Section 3 comments on the administrative and civil liability regimes introduced by the EU legislator and their criticalities. Section 4 ascertains the existence of an ongoing interplay between public (administrative) enforcement and private law and analyses how a dialectical relation between the two is possible in the case of CRAs. The section discusses two co-regulation mechanisms in which public and private enforcement interact: the MiFID II for investment services and the Standardization Regulation for specific industries. Section 5 completes the exam by assessing whether harmonization of the elements of tort law is possible at the EU level to facilitate interaction between public and private enforcement. Section 6 concludes.

2. *In search of an accountability model for CRA.*

2.1. *Ending over-reliance on CRAs: a mission impossible.*

CRAs develop an essential twofold audit function for financial markets. First, they evaluate the solvability of entities and their issues (credit risk audit). Second, by monitoring the performance of these entities through the periodical rating activity of their default risk, they indirectly contribute to the prudential supervision carried out by the financial authorities and central banks (compliance audit). Since assessing these securities may require a high level of knowledge and be highly time-consuming, the national regulators have been happy to delegate this task to CRAs trading off political control power for efficiency in the financial markets [18]. As financial markets grew increasingly complex, CRAs' high reputation and technical skills have pushed national supervisors and institutional and non-institutional investors to rely on their cost-effective information services offered through economies of scale [19].

In addition, CRAs fulfil the role of real standard setters. The qualified financial opinions they issue through their ratings (indirectly) promote specific organizational procedures by establishing a shared understanding of what constitutes creditworthiness [20]. In other words, CRAs generate *standards* similar to, for in-

[18] L. Enriques, M. Gargantini, *Regolazione dei mercati finanziari, rating e regolazione del rating*, in *Banca impr. soc.*, 2010, 2, 475.

[19] L. Sasso, *A critical analysis of the recent Russian Regulation on Credit Rating Agencies*, in *Russian Law Journal*, 2016, 4(2), 65 ff.

[20] CGFS (2008), *Ratings in Structured Finance: What Went Wrong and What Can Be Done to Address Shortcomings?*, in *CGFS Papers* No 32, available at https://www.bis.org (accessed 18 December 2024).

stance, OECD recommendations (on best practices) for corporate governance. This mode of governance could be socially valuable for effectively harmonizing the praxis and uses of the markets [21]. Standards differ from rules. While rules are compulsory, standards are non-binding and for the use of the issuers who may or may not adopt them. However, CRA standards, represented by their issued ratings, have been enforced hierarchically by the States and their financial regulators through the regulatory involvement of ratings. Knowing that, as proved by the last financial crisis, the loss of reputation was not an effective deterrent for them, a model of accountability for CRAs is justified. They act as a quasi-regulatory authority, and a regulatory authority is accountable for any wrongdoing committed in the regulation issued [22].

Aware of the difficulty of ensuring justice among the private actors in the financial markets without incurring over-deterrence vis-à-vis the CRAs, the international regulators pointed out the need to end mechanistic reliance on CRA ratings by banks, institutional investors, and other participants. This task had to be achieved by removing regulatory references to ratings from financial regulations, laws, and standards and providing incentives for firms to develop their risk management mechanisms: the so-called two-pronged approach elaborated by the Financial Stability Board (FSB) [23]. Accordingly, the US government planned for it in the Dodd-Frank Act of 2010 [24], while the EU regulator in Article 5, Sections b and c of the EU Regulation No. 462/2013 on credit rating agencies (CRA III) [25]. However, removing all normative references to ratings from financial regulations has yet to prove as straightforward as expected. In the US States, the regulatory reliance on

[21] Although these standards have sometimes been labelled as socially unequal since they benefit (and result from) the politics and regulatory needs of the world's largest financial centres. See D. KERWER, *Holding global regulators accountable: the case of credit rating agencies*, in *Governance*, 2005, 18, 453-475.

[22] P. HUNT, *Credit rating agencies and the worldwide credit crisis: the limits of reputation, the insufficiency of reform, and a proposal for improvement*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2009, 109, at 112-114, 127-128.

[23] See the FSB, *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings* (FSB principles), 27 October 2010, available at www.financialstabilityboard.org (accessed 18 December 2024); see also the European Securities and Market Authorities (ESMA), *Technical Advice on reducing sole and mechanistic reliance on external credit ratings*, 30 September 2015, available at https://www.esma.europa.eu (accessed 18 December 2024).

[24] See the Dodd-Frank Act, s. 939-939A. In particular, s. 939(a-f) has expressly removed statutory references to ratings. Under s. 939A, every Federal Agency has one year to remove regulatory reliance on ratings, which will have to be removed from every type of governmental rule.

[25] See Regulation (EC) No. 462/2013 (CRA III) of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013, which amended the Occupational Pension Funds Directive (2003/41/EC) (IORP Directive), the UCITS IV Directive (2009/65/EC) and the Alternative Investment Fund Managers Directive (2011/61/EU) (AIFMD) to require firms not to rely solely or mechanistically on external credit ratings for assessing the creditworthiness of assets.

ratings has remained pervasive [26]. In the EU, the particular characteristics of the financial market have made it even more challenging to remove references to ratings within EU legislation altogether, and the process of reducing reliance on ratings has remained very early [27]. In the words of the EU Commission, «[…] there are currently no feasible alternatives that could entirely replace external credit ratings, and, although the Commission will seek to avoid and further reduce regulatory barriers to market entry, […] recent developments suggest that the market for credit ratings may remain a highly concentrated oligopoly for the foreseeable future» [28].

Thus, the strategy has slightly changed to focus on mitigation rather than the removal of mechanistic reliance on ratings [29]. Governments targeted CRA reforms to address the conflicts of interest in their governance and increase competition and transparency in the industry. Assuming that CRAs can certify the quality of complex structured finance products through ratings and that there is no better cost-effective alternative for measuring credit risk in global financial markets, the implemented reforms have also envisaged public and private enforcement as forms of administrative and civil liability regimes to provide a credible sanctioning regime (as a deterrent) in support of the CRA's regulatory framework implemented and restore a sense of justice (compensation) in the markets after CRAs' cases of wrongdoing.

---

[26] See F. Partnoy, *What's still wrong with credit ratings?*, in *Wash. L. Rev.*, 2017, 92, 1407-1472, at 1419-25; F. De Pascalis, *Reducing overreliance on credit ratings: failing strategies and the need to start from scratch*, *Amicus Curiae*, Autumn 2012, 91, 17-21.

[27] For an excellent example of it, look at the difficulties encountered by the Basel Committee in Banking Supervision (BCBS) to unsuccessfully remove the "standardised approach" – introduced under Basel II capital adequacy rules for banks – that has been and will continue to be one of the most commonly used sets of measures to quantify the required capital for credit risk in banking capital regulation and that requires the ratings of CRAs. BCBS, *Consultative Document: Revisions to the Standardised Approach for Credit Risk*, March 2015, available at http://www.bis.org (accessed 18 December 2024) and then BCBS, *Second Consultative Document: Revisions to the Standardised Approach for Credit Risk*, December 2015, available at https://www.bis.org (accessed 18 December 2024) that reintroduced the use of external ratings where available and permitted by national supervisors, for exposures to banks and corporates. Eventually, the BCBS removed the internal model option also from the framework of credit valuation adjustment, see BCBS, *Basel III: Finalising Post-Crisis Reforms*, December 2017, available at http://www.bis.org (accessed 18 December 2024).

[28] See the Report of the EU Commission to the EU Parliament of the 19 October 2016 on alternative tools to external credit ratings, the state of the credit rating market, competition and governance in the credit rating industry, the state of the structured finance instruments rating market and on the feasibility of a European Credit Rating Agency – Main contents, COM (2016) 664 final.

[29] See ESMA, *Technical Advice on Reducing Sole and Mechanistic Reliance on External Credit Ratings*, 30 September 2015, available at https://www.esma.europa.eu (accessed 18 December 2024), and previously European Banking Authority, *The use of credit ratings by financial intermediaries Article 5(a) of the CRA Regulation*, Discussion paper, 23 December 2014. See anticipation of these results in L. Sasso, *Bank capital structure and financial innovation: antagonists or two sides of the same coin?*, in *J. of Financial Regulation*, 2016, 2, 225-26, and 80.

2.2. *The trade-off between the functions of deterrence and compensation.*

The rise of regulation as a distinctive mode of governance has developed in the EU through a process known as "*agencification*", which has led to the creation of new delegated institutions for specific policy objectives, such as the ESMA for the supervision of the EU financial markets. The proliferation of these new entities has led to the development of a hybrid legal order labelled "European financial supervision private law" or "regulatory private law" [30]. That framework identifies any financial company operating its business under the public supervision of an EU regulatory authority. In such a framework, the EU regulatory authority (financial supervision) affects the relationship between any financial company, including CRAs, and all the other private actors – professional or non-professional private parties – becoming a sort of quasi-private. There is, therefore, a need for coordination between the *ex-ante* public regulation and the *ex-post* civil liability remedy to counterbalance the functions of deterrence and compensation in CRAs' accountability model. The public regulation, including the oversight measures and the specific powers of supervisor (public enforcement) granted to ESMA for their direct day-to-day supervision, should serve as a deterrent. Instead, the civil liability involving the private enforcement and ensuring justice between the private actors should compensate those who suffered damages caused by the infringements of CRAs. In addition, a civil liability regime, if operative, could also perform a deterrent function to discourage CRAs from non-compliance with regulatory and private law standards. Deterrence and compensation as a consequence of the actions of supervision and enforcement carried out by the regulatory agencies and the private courts should interact with each other in a way that they do not result in under or over-deterrence.

The interplay between administrative enforcement and private law remedies (i.e., private damages) has been envisaged in three ways. Public and private enforcement may exist separately. In this first model, administrative enforcement is a matter for the regulatory agency (ESMA), and private enforcement remains the exclusive domain of the national private law courts. This 'separation' model places the onus on the judiciary to develop private law remedies by private law principles. However, because deterrence and compensation are wholly decoupled, the separation model can jeopardize justice for both victims and perpetrators and lead to under- or over-deterrence. Alternatively, public and private enforcement may complement each other. The 'complementarity' model implies that the agency is empowered to facilitate redress before the national private law courts. This approach has the merit of ensuring justice and maintaining an essential private en-

[30] O.O. CHEREDNYCHENKO, *Public Supervision over Private Relationships: Towards European Supervision Private Law?*, in *ERPL*, 2014, 22, 37; H.-W. MICKLITZ, *The Public and the Private – European Regulatory Private Law and Financial Services*, in *ERCL*, 2014, 10, 473.

forcement mechanism and the role of the courts. However, since compensation is not one goal of the ESMA's enforcement policy, the extent to which this potential can be realized depends on the goodwill of both parties. The regulatory agency may be unwilling to allow disputes for private damages claims in court if these can raise financial stability concerns. At the same time, the CRAs may be unwilling to cooperate and not signal a facilitated path for private damages litigation, which could lead to over-deterrence. Finally, private law remedies may be integrated within the administrative enforcement mechanism to provide compensation and deterrence. In this third "integration" model, the agency is directly involved in doing interpersonal justice. Therefore, the judiciary has no role, or at least, it is minimal. Another potential area for improvement of this model is the need for coordination between punitive administrative action and redress measures [31].

3. *The EU liability regimes for CRAs and their criticalities.*

3.1. *Art. 35(a) of CRA III.*

Introducing a liability regime for rating agencies has been one of the most controversial aspects of the new CRA reforms [32]. Article 35(a) of the CRA III establishes CRAs' civil liability rules in the EU [33]. According to it, CRAs are liable to investors and issuers if they commit specific infringements listed in Annex III of the rating regulation. Thus, CRA III does not refer to false or erroneous ratings as the cause of damage. It instead provides a list of infringements of regulatory provisions, which may cause damage to the investor or the issuer [34]. This EU legislator's choice has raised some criticisms because the procedural nature of the infringements listed in Annex III may function as a limit of the cases where CRAs can be held liable. Contrariwise, a CRA could escape liability by merely comply-

[31] O.O. CHEREDNYCHENKO, *Regulatory Agencies and Private Damages in the EU*, (nt. 13), 146-171.

[32] A. MIGLIONICO, *The Governance of Credit Rating Agencies: Regulatory Regimes and Liability Issues*, London, EE Publishing, 2019, Ch. 9 "European Union"; M. LUTTER, W. BAYER AND J. SCHMIDT, *Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*, Berlin, De Gruyter, 2018, Ch. 41 "Credit Rating Agencies Regulation (CRAR)", 1566-1584; A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2013, Ch. 12 "Regulatory response to the systemic issue"; F. PARMEGGIANI, *Gli effetti distorsivi del crediti rating sul rischio di insolvenza*, Milano, Giuffrè, 2023, Ch. 6; C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti nel mercato finanziario e responsabilità delle agenzie di rating*, Milano, Egea, 2018, Ch. 4; C. RINALDO, *Rating incongrui e tutele di mercato*, Milano, Giuffrè, 2017, Ch. 4; E. MACIARIELLO, *La responsabilità da rating: analisi dell'articolo 35-bis del Regolamento CE n. 1060/2009*, in *Banca impr. soc.*, 2018, 157.

[33] Regulation (EU) No 462/2013 of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013 amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies, OJ L 146, 31.5.2013, 1 (CRA III).

[34] EU Regulation No. 1060/2009 as amended, Annex III, Section I, point 42.

ing with the set of rules of conduct listed in Annex III [35]. The infringement list is supposed to be exhaustive and serve as a foundation for a liability claim. The duties included are of three kinds: those related to conflicts of interest, organizational or operational requirements; those related to obstacles to the supervisory activities; and those related to disclosure provisions [36].

For accountability to exist, the CRA's infringements must have impacted the rating, resulting in a patrimonial loss for the claimant [37]. Regarding the standard of care for civil enforcement, Art. 35(a) states that the infringement shall be committed «intentionally or with gross negligence» [38]. Therefore, it excludes cases of slight negligence. However, CRA III allows for «further liability claims in accordance with national law», which allows investors and countries victims of breaches of extra-contractual liability to sue CRAs in any European national court [39].

Furthermore, the investor who wants to establish a claim under Art. 35(a) must show that «in accordance with Art. 5a(1) or otherwise with due care», reasonably relied on the credit rating for the decision to invest in, hold, or divest from the asset and that the infringement has caused damage [40]. This condition has been labelled as misleading [41]. If obeyed to the letter, the provision would appear excessively burdensome for the claimant. If the investors, after exercising their credit risk assessment, nevertheless rely on the *disputed* credit rating for economic convenience, it would be virtually impossible to convince a court that they did not behave negligently. After all, CRAs exist for a reason: to evaluate the solvability of entities and their issues. The market needs their services because they reduce the cost of monitoring for the investors and the interest rates paid by the borrower. Asking investors to carry out the same evaluations would nullify the point of having CRAs who are qualified experts. For this reason, it would be more logical to read this condition as the investor must show they reasonably relied on the rating with due care, which is less than the Article 5a requirement. The legislator probably introduced the provision of conducting their credit risk assessment to reduce over-

[35] I.H.Y. Chiu, *Regulating credit rating agencies in the EU: in search of a coherent regulatory regime*, in *European BLR*, 2014, 25, 269-294, at 279.

[36] A. Miglionico, *The Governance of Credit Rating Agencies*, (nt. 32), § 9.04-§ 9.15; M. Lamandini, *Le agenzie di rating: alcune riflessioni in tema di proprietà e conflitto di interessi*, in *Le agenzie di rating*, ed. by A. Principe, Milano, Giuffré, 2014, 179.

[37] See art. 35(a), sec. 2 of the EU Regulation as amended in 2013.

[38] «Where a credit rating agency has committed, intentionally or with gross negligence, any of the infringements listed in Annex III having an impact on a credit rating, an investor or issuer may claim damages from that credit rating agency for damage caused to them due to that infringement».

[39] See art. 35(a) sec. 5 of the CRA III.

[40] See Recitals 26 of the Proposal of CRA III.

[41] H. Edwards, *CRA 3 and the liability of rating agencies: inconsistent messages from the regulation on credit rating agencies in Europe*, in *Law and Financial Market R.*, 2013, 7, 186-191, at 189.

reliance on ratings, assuming it was possible to find a valid alternative to CRAs for the European market. However, this has yet to be possible, at least so far [42].

Article 35(a) also introduces a cause of action in favour of the issuer of the rated product. However, it seems illogical to think this provision should cover contractually protected entities. More likely, the rationale behind this provision is to assist issuers in cases of unsolicited ratings issued by CRAs for which there is no contractual relationship between the issuer and the rating agency. These cases are typically the ratings assigned to sovereign bonds [43]. Accordingly, an issuer may claim damages if they prove that the disputed rating was not caused by misleading and inaccurate information provided by the issuer to the CRA directly or through publicly available information [44].

Finally, Article 35(a) *renvoi* to the relevant rules of private international law to determine the applicable national law for the interpretation of several key terms of the regulation as well as of all the matters concerning the civil liability of a CRA not covered by the regulation [45]. Among these critical terms is the causal relationship between conduct and result, which is left to the judgment of the competent national Court. Since the burden of proof is on the plaintiff, the competent national court will also assess whether the plaintiff has presented accurate and sufficiently detailed information indicating the CRA's infringement of the present regulation [46]. The disappointment at this legislator's choice is twofold. First, from a legal point of view, if the aim was to give flexibility to the Member States, it could have used a directive as a legal tool instead of a regulation [47]. Unlike the approved one, a regulation should typically contain substantive rules forming an autonomous EU law. Instead, CRA III allows as many autonomous interpretations of the civil liability regime as the EU Member States. For this reason, this new regulation has not added much to the European legal background already available [48]. The reference to the principles of private international law has contributed

[42] As art. 5(c) states, «the Commission will continue to review whether references to credit ratings in Union law trigger or have the potential to trigger sole or mechanistic reliance on credit ratings». The Commission proposed eliminating all references to credit ratings from EC legislation by 1 January 2020.

[43] H. EDWARDS, (nt. 41), 190.

[44] Art. 35(a), sec. 1.

[45] Art. 35(a), sec. 4.

[46] Art. 35(a)(2) of CRA III.

[47] The Product Liability Directive, for instance, gives an autonomous meaning to the many terms of tort law adopted in the text. See, art. 1 of the Council Directive 85/374/EEC of 25 July 1985 on the approximation of the laws, regulations and administrative provisions of the Member States concerning liability for defective products.

[48] See A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, (nt. 32), 82; B. HAAR, *Civil liability of credit rating agencies – regulatory all-or-nothing approaches between immunity and over-*

unnecessary complexity to the EU liability regime and may seriously constrain its effectiveness [49]. The convergence and harmonization of national laws on extra-contractual liability may also remain virtually impossible since the role of the European Court of Justice in bringing uniformity through preliminary ruling is vastly reduced here [50]. Second, from a political economy perspective, by exacerbating the territorial limits of the law, which is fragmented into as many pieces as the EU Member States, the EU legislator has weakened the political power of Europe and probably the deterrent function of the civil liability regime. From this perspective, the regulation looks like a facilitating law for CRAs' global activity rather than a method of deterrence.

3.2. *Art. 36(a) of the CRA II.*

Together with a civil liability regime, the EU legislator also established an articulated system of responsibility of an administrative nature. ESMA is in charge of the day-to-day supervision of CRAs and has the power to request information, conduct necessary investigations and on-site inspections, and even take supervisory measures or impose fines for administrative infringements. In particular, article 36a of EC Regulation n. 513/2011 (CRA II) delegated the European Security and Markets Authority (ESMA) the power to impose monetary fines to a CRA violating, intentionally or negligently, one of the administrative infringements listed in Annex III. Thus, the same violations that can sustain a civil liability claim can also be used as the basis for administrative liability, given that Articles 35a and 36a refer to the misconducts described in Annex III. In truth, the administrative liability regime comes before civil liability. The legislator first introduced the list of the infringements included in Annex III to allow ESMA to impose administrative

deterrence, in *EBLR*, 2014, 25, 317-318. In England, art. 35(a) looks like a less protective duplication of the tort of deceit. Deceit consists in making a false statement, knowing it to be false, or «recklessly, careless whether it be true or false», and the claimant then acts to his or her detriment in reliance on it, see N. HOGGARD, *What a Tangled Web We Weave: Conflicts in Rating Agency Liability,* in *Cambridge J. of International and Comparative Law*, 2016, 5(2), 363-377, particularly at 366; *contra* T.M.J. MÖLLERS, C. NIEDORF, *Regulation and Liability of Credit Rating Agencies – A More Efficient European Law?* in *ECFR*, 2014, 11(3), 333, 355-56.

[49] See F. DELLA NEGRA, *The regulatory design and goals of civil liability in EU securities regulation after the global financial crisis: trends and perspectives*, in *Financial Regulation and Civil Liability in European Law*, edited by O.O. Cherednychenko and M. Andenas, London, EE Publishing, 2020, 160; C. PICCIAU, *The civil liability of credit rating agencies to investors in the EU*, in *ibidem*, 181; G. DEIPENBROCK, *The European civil liability regime for credit rating agencies from the perspective of private international law – opening Pandora's box?*, in *ICCLJ*, 2015, 11, 6-16; G. RISSO, *Investor Protection in Credit Rating Agencies' Non Contractual Liability: The Need for a Fully Harmonised Regime*, in *EL Rev*, 2015, 40(5), 706-721.

[50] See M. LEHMANN, *Civil liability of rating agencies – an insipid sprout from Brussels*, in *Capital Markets Law J.*, 2016, 11, 60-83, at 77.

sanctions and, only later, adopted the list for CRAs' civil liability regime. The fact that the EU legislators introduced the list for the administrative liability regime can be inferred by looking at the infringements listed and noting that not all of them trigger civil liability because not all of them impact the rating (i.e., disclosure obligations). However, all give rise to administrative liability [51].

Interestingly, while civil liability requires a CRA to act intentionally or with gross negligence to be held liable, slight negligence is enough for ESMA to apply a monetary fine. Minimum and maximum amounts are applicable for each type of infringement, and a list of coefficients is linked to aggravating or mitigating factors that can reduce or increase a sanction. The different intensity of a fine reflects the behaviour of a CRA committing, intentionally or negligently, one of the infringements listed in Annex III [52]. When the financial authority decides to impose a fine, which can also be periodic in specific cases [53], it determines its amount by looking at the applicable ranges included in Art. 36a(2) of CRA II for each type of infringement. ESMA's board of supervisors must give the persons subject to the proceedings the opportunity to be heard, comment on ESMA's findings, and access ESMA's file within limits set forth by Art. 36c. ESMA's decisions on fines and periodic penalty payments are subject to the Court of Justice of the European Union [54].

Besides the monetary penalty, non-financial supervisory measures include withdrawing a CRA's registration and issuing a public notice [55]. In such cases, the ESMA must notify its decision to the CRA penalized, the competent national authority, the EU Commission, and the other European Supervisory Authorities (ESAs) and publish it on its website within ten working days from the date it was adopted. Under trial, the CRA can appeal the decision to the Board of Appeal of the ESAs [56]. The Board of Appeal of the ESAs is independent in its decision-making. Its members are precluded from participating in any appeal proceedings in which they have any personal interest. For instance, if they have previously been involved as representatives of one of the parties or have participated in the

---

[51] F. De Pascalis, *Public enforcement and the civil liability regime in the European regulation of credit rating agencies: a quest for interplay*, in *Financial Regulation and Civil Liability in European Law*, edited by O.O. Cherednychenko and M. Andenas, London, EE Publishing, 2020, 202; A. Marcacci, *Public and private enforcement in the investor protection field in the US and the EU: what kind of interplay for Europe?*, in *ibidem*, 242; C. Picciau, *The Evolution of the Liability of Credit Rating Agencies in the United States and in the European Union: Regulation after the Crisis*, in *ECFR*, 2018, 2, 339-402.

[52] For instance, for intentional infringements, a coefficient of two applies. See Point 5, s I of Annex IV to EC Reg. n. 1060/2009 as amended by EU Reg. n. 513/2011.

[53] See Art. 36b of EC Reg. n. 1060/2009 (CRA I) as amended by EU Reg. n. 513/2011 (CRA II).

[54] See Art. 36e of EC Reg. n. 1060/2009 as amended by EU Reg. n. 513/2011.

[55] CRA II art. 23e(5); art. 24(1).

[56] CRA II art. 24(5); Regulation 1095/2010, art. 60.

decision under appeal, they are not allowed to sit on the panel. The Board of Appeal is a quasi-judicial reviewing body [57].

ESMA's enforcement began in 2014 with a public notice to S&Ps with no fines, and it has progressively enhanced its *ex-post* enforcement actions over the years [58]. ESMA's responsibilities of direct day-to-day supervisory and enforcement powers concerning CRAs are strengthening its reputation as a credible and proactive supervisor, improving supervisory governance within the EU market [59]. In addition, public (administrative) enforcement has a significant advantage over private redress mechanisms. ESMA's administrative measures represent a truly centralized form of enforcement that ensures consistent application throughout the European Union. After the enactment of the CRA II Regulation, public enforcement is, in fact, entirely in the hands of the European authority. Moreover, administrative sanctions do not have the downside of producing 'floodgate' effects [60].

However, as observed [61], ESMA's enforcement work appears timid. It needs a good deterrent effect compared to other financial market authorities, such as the US Securities and Exchange Commission (SEC), for the scale of penalties imposed. For instance, in January 2015, the SEC announced charges against S&P for their involvement in fraudulent misconduct for their ratings regarding certain complex financial products. S&P agreed to pay more than $58 million as a fine, plus a further $19 million to settle parallel cases, among other ancillary penalties to settle the charges [62].

---

[57] See M. LAMANDINI, *The ESA's Board of Appeal as a Blueprint for the Quasi-Judicial Review of European Financial Supervision*, in *European Company Law*, 2014, 6, 290-294.

[58] In 2016, it inflicted a sanction of € 1,38 million on Fitch for unlawful disclosure of information and other violations. In 2017, € 1,24 million was on Moody's Germany and Moody's UK for breaching the obligations on the public announcement of specific ratings and the public disclosure of rating methodologies. In 2018, ESMA fined the Danske Bank € 495.000 for issuing a credit rating without authorization. In 2019, ESMA inflicted a €5,13 million fine on Fitch UK, France, and Spain for violating the procedures and requirements on conflicts of interest. In 2021, a fine of € 2,7 million was assigned to Moody's UK for the same reasons. Finally, in 2023, ESMA sanctioned S&P Global Ratings Europe for € 1,11 million for publishing its credit ratings on securities not yet issued. See all ESMA's enforcement actions at https://www.esma.europa.eu.

[59] E. HOWELL, *The Evolution of ESMA and Direct Supervision: Are There Implications for EU Supervisory Governance?*, in *CML Rev*, 2017, 54, 1027, and 1031-45.

[60] N. MOLONEY, *International Financial Governance, the EU, and the Brexit: The Agencification' of EU Financial Governance and the Implications*, in *EBOR*, 2016, 17, 451, 461.

[61] E. HOWELL, *The Evolution of ESMA and Direct Supervision*, (nt. 59), 1050-55.

[62] SEC, *SEC announces Charges against Standard & Poor's for Fraudulent Rating Misconduct*, January 2015, http://www.sec.gov (accessed October 2021). Other sanctions imposed by the SEC includes: nearly $6 million on DBRS rating agency (DBRS Administrative Proceedings Release No. 76261, October 26, 2015); $16.25 million on Moody's (Moody's Administrative Proceedings Release No. 3-18689, August 28, 2018); more than $2 million on Kroll Bond Rating Agency Inc. (KBRA Administrative Proceedings Release No. 3-20096, September 29, 2020); $3,5 million on Morningstar Credit Rating (MCR Administrative Proceedings Release No. 3-19802, May 15, 2020).

Furthermore, several constraints and barriers still need to be removed to empower ESMA fully with its public procurement powers:

1. The *Meroni* doctrine [63] establishes constitutional constraints on delegating powers to EU agencies that, although the CJEU endorsed ESMA's certain powers of market intervention [64], uncertainties remain as to the extension of ESMA's perimeter of the action [65].

2. ESMA has a relatively small budget, partly financed by the penalties it imposes and partially funded by the single national competent authorities, undermining its independence.

3. Most importantly, more political will is needed, which makes creating an EU-SEC very unlikely [66].

However, this seems the right path to follow.

4. *The rise of administrative enforcement and the interplay with private law remedies.*

Over the years, the EU law has witnessed a progressive change in the traditional image of enforcement in private law. On the one side, the EU legislator has promoted the public enforcement of European private law by prescribing the establishment of European administrative agencies; on the other, the Court of Justice of the European Union (CJEU) has become more and more influential in shaping the judicial private enforcement landscape in a way that the meaning itself of the principle of procedural autonomy no longer implies a net separation of EU and national spheres in enforcement issues. In other words, private enforcement is no longer the exclusive competence of the Member States [67].

---

[63] Which arose from Case 9/56 and Case 10/56 *Meroni v High Authority* [1957 and 1958] ECR 133, available at https://eur-lex.europa.eu (accessed 18 December 2024)

[64] In the Case C-270/12 *UK v Parliament and Council* available at https://curia.europa.eu (accessed 18 December 2024) case on the Short Selling Regulation where the Court upheld most of the provisions that were delegated to the ESMA by the co-legislators.

[65] The Meroni doctrine limits the extent of delegation of powers to EU agencies. It is important for policymakers and stakeholders to clarify the agency's powers and responsibility to ensure effective financial regulation in the EU. See A. WITTE, *Standing and Judicial Review in the New EU Financial Markets Architecture*, in *J. of Financial Regulation*, 2015, 1(2), 226-262.

[66] E. HOWELL, *The Evolution of ESMA and Direct Supervision*, (nt. 59), 1057. C. PICCIAU, *The Evolution of the Liability of Credit Rating Agencies*, (nt. 59), 397-400.

[67] See O.O. CHEREDNYCHENKO, *Public and Private Enforcement of European Private Law in the Financial Services Sector*, in *ERPL*, 2015, 4, 621-648.

4.1. *The case of MiFID II.*

For instance, in the field of investment services, the EU legislator envisaged a strong interconnection between private law and public enforcement by making the private law rules part of the EU-harmonized public supervision framework, leaving the Member States little room for manoeuvre in determining the modes of implementation and enforcement [68]. Unfortunately, in other areas, such as CRAs' creditworthiness assessment, no firm link between private and public enforcement has yet been established at the EU level. To make ESMA's *ex-post* enforcement powers more effective and its sanctions more deterrent, EU legislators could significantly increase the upper limit of the penalties and the budget allocated to ESMA. At the same time, it could expand ESMA's powers to render the procedural framework in which it operates more flexible, making ESMA as close as possible to its US counterparty. The ESMA could provide an efficient form of transnational regulation and administration, developing transnational governance functions and networks of cooperation. In this logic, the MiFID II Directive [69] harmonizes supervisory and public enforcement powers for any breach of the conduct of business rules [70] and strengthens the private enforcement of conduct of business rules where it requires Member States to set up alternative dispute resolution mechanisms for consumer complaints. In particular, the Directive obliges the Member States to set up remedies for compensation by national law for any economic loss or damage suffered due to an infringement of the MiFID II Directive or Regulation (EU) No 600/2014 [71]. These powers should offer sufficiently effective enforcement of provisions to protect the individual investor [72]. However, as it was argued, if, on the one hand, MiFID I and II measures achieve the goal of protecting specific categories of market participants, such as the investors, on the other, they still need to provide a minimum European level of individual protection under private law [73].

---

[68] A phenomenon called «European supervision private law» by O.O. CHEREDNYCHENKO, *Public Supervision over Private Relationships*, (nt. 30), 37 or «Regulatory private law» by H.-W. MICKLITZ, *The Public and the Private*, (nt. 30), 473.

[69] Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 (MiFID II) on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU

[70] See MiFID II, Art. 69(1) on supervisory powers and Art. 70 on sanctions.

[71] See F. DELLA NEGRA, *The Civil Effect of MiFID II between Private Law and Regulation*, in *Private and public enforcement of EU investor protection regulation*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Banca d'Italia n. 90*, edited by R. d'Ambrosio and S. Montemaggi, 2020, 115-143, at 121; F. DELLA NEGRA, *MiFID II and private law: enforcing EU conduct of business rules,* Oxford, Hart Publishing, 2019, Ch. 2.

[72] This is the opinion of Advocate General Kokott of 14 November 2019, in case C-616/18 *Cofidis SA* v *YU, ZT,* ECLI:EU: C:2019:975, para 82 available at https://curia.europa.eu (accessed 18 December 2024).

[73] See F. DELLA NEGRA, *MiFID II and private law*, supra (nt. 71), Ch. 7.

At the same time, to facilitate investors' redress in the great civil procedure hurdles, the EU courts could rely on the decision of ESMA to establish the infringement of the CRA Regulation in civil proceedings. In such a circumstance, investors bringing a claim against a CRA could establish causation based on factors other than the investor's reliance on a credit rating. For instance, demonstrate that the inaccurate rating has distorted the price of securities or has been a necessary precondition for offering securities on the primary market [74]. The good side of this approach is that national civil courts could still play a role in developing a complementary relationship between EU financial regulation and national private law [75]. In particular, civil courts could and should consider the EU conduct of business rules to become accepted standards in the EU regulatory framework when establishing the standard of care in private law. For example, such an approach has been adopted in the Netherlands and the UK. Dutch and English courts generally consider regulatory conduct of business rules when determining the private law standard of care or loyalty in contract or tort [76]. In addition, under the complementarity model, EU financial regulation can also influence rules of civil procedure, which form the main obstacles to the damage claimants' obtaining redress. Unfortunately, this approach is not prevalent within the EU, as demonstrated by the reluctance of the German Supreme Court to allow the aggrieved investors the possibility to claim damages for a breach of the conduct of business rules based on extra-contractual liability for a breach of statutory duty, but also to extend any indirect benefit of such rules on the standard of care in the contract [77].

In any case, facilitating investors' redress was not among the priorities of the EU legislator at the time of the law's drafting. The initial EU Commission's proposal to reverse the burden of proof favouring the investors did not survive in the final draft of Art. 35(a) sec. 2 due to the lack of political will and pressure from the CRAs. In this regard, it was said that an excess of liability would also be counter-

[74] O.O. Cherednychenko, *Rediscovering the public/private divide in EU private law*, in *Eur. Law J.*, 2020, 26, 32-47. See also C. Picciau, *The Evolution of the Liability of Credit Rating Agencies*, (nt. 51), 391.

[75] O.O. Cherednychenko, *Contract governance in the EU: conceptualising the relationship between investor protection regulation and private law*, in *Eur. Law J.*, 2015, 21, 513 ff.

[76] For the breach of duty of care, in England see Gorham & Others v. British Telecommunications Limited plc [2000] EWCA Civ 234 available at https://vlex.co.uk (accessed 18 December 2024). In the Netherlands see HR 5 June 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815 (Dexia v. De Treek) available at https://uitspraken.rechtspraak.nl (accessed 18 December 2024); HR 5 June 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2811 (Levob Bank v. Bolle) available at https://uitspraken.rechtspraak.nl (accessed 18 December 2024); HR 5 June 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2822 (Stichting GeSp v. Aegon Bank) available at https://uitspraken.rechtspraak.nl (accessed 18 December 2024).

[77] See O.O. Cherednychenko, *Two Sides of the Same Coin: EU Financial Regulation and Private Law*, in *EBOR*, 2021, 22, 163-165. See e.g. BGH, 19 February 2008, XI ZR 170/07, NJW 2008, 1734; BGH, 22 June 2010, VI ZR 212/09, NJW 2010, 3651.

productive and destructive to the industry. Civil liability regimes should not and were not primarily introduced to compensate investors for their investment loss but rather to improve the regulatory governance of the financial markets [78].

4.2. *The case of the Regulation on European Standardization.*

Another tool that has been adopted at the EU level as a mechanism of co-regulation that brings together private and public parties at different decision-making stages to balance different interests is standardization [79]. A decade ago, EU legislators introduced the Standardisation Regulation as a new regulatory strategy to foster trade within the EU market, consisting of the interaction between legislative instruments and European standards [80]. The idea behind this approach is to complement top-down legislation with bottom-up regulation. The harmonized standards are not binding on individuals. However, since normative and economic incentives push businesses toward compliance, they can be considered soft law. The Standardization Regulation establishes European standards and standardization deliverables for products and services. Standards have become so significant that market access in certain industries is contingent on compliance with the related standards. It would be so expensive and time-consuming for a professional to provide any other evidence of compliance with EU law [81]. In the European approach to standardization, the idea is to make a specific activity *procedural* profiting from the dialectical relation established between private autonomy and public rules [82].

---

[78] See B. HAAR, *Civil liability of credit rating*, (nt. 48), 316 ff.; M. LEHMANN, *Civil liability of rating agencies*, (nt. 50) 74-75; T.M.J. MÖLLERS, C. NIEDORF, *Regulation and Liability of Credit Rating Agencies*, (nt. 48) 333-363. CRAs' liability should be secondary and perhaps capped at a certain amount for these authors. See recently, C. PICCIAU, *The civil liability of credit rating agencies to investors in the EU*, (nt. 49), 181.

[79] EU Commission, *An EU Strategy on Standardisation Setting global standards in support of a resilient, green and digital EU single market*, COM (2022) 31 final, 1.

[80] EU Commission, *An EU Strategy on Standardisation Setting global standards in support of a resilient, green and digital EU single market*, COM (2022) 31 final, 1. See also Regulation (EU) No 1025/2012 of 25 October 2012 on European Standardisation, amending Council Directives 89/686/EEC and 93/15/EEC and Directives 94/9/EC, 94/25/EC, 95/16/EC, 98/34/EC, 2004/22/EC, 2007/23/EC, 2009/23/EC and 2009/105/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Decision 87/95/EEC and Decision No 1673/2006/EC of the European Parliament and of the Council [2012] OJ L316/12.

[81] M. CANTERO GAMITO, *Europeanization through Standardisation: ICT and Telecommunications*, in *YEL*, 2018, 37, 395, 421-422; R. VAN GESTEL, P. VAN LOCHEM, *Private Standards as a Replacement for Public Lawmaking?*, in *The Role of the EU in Transnational Legal Ordering: Standards, Contracts and Codes*, edited by M. Cantero Gamito and H-W. Micklitz, London, EE Publishing, 2020, 31-32.

[82] The development of European standards is entrusted to private international non-profit organisations called the European Standardisation Organisations (ESOs), which are the European Commit-

An example is the Italian Law No 24/2017, regulating the liability of healthcare professionals and allowing doctors to avoid liability by invoking their compliance with guidelines and best practices or otherwise explaining the circumstances of the case that justified a deviation from that behaviour (the so-called 'comply or explain' approach). Other examples come from the introduction of the AI (Artificial Intelligence) liability framework and the standardization of the ICT and Telecommunications sectors. In extra-contractual liability litigation for AI-related damages, the role of standards can mitigate the uncertainty that characterizes the judicial assessment of the elements of fault-based liability, namely damage, negligence and causation [83].

Theoretically, the standardization approach could also harmonize CRAs' liability regimes in Europe. Extra-contractual liability or tort requires the assessment of fault on behalf of the alleged tortfeasor in addition to causation and damage. Determining whether the rating agency acted maliciously, recklessly or slightly negligently is essential but extremely challenging. Not all misconducts relate to the causation of damages: it is possible to act intentionally without intending to cause damages. Generally, fault is seen as an objective deviation from the required standard of conduct of a 'reasonable person'. Standards of conduct in the rating activity could provide courts with a yardstick against which the CRAs' behaviour must be assessed [84].

Moreover, compliance with these standards could also be ensured via contractual obligations. For instance, the EU regulator could prepare standardized clauses to be included in CRAs' contracts with their clients, which concern the (third parties) protection of specific categories of investors. Violating one of these contractual clauses would easily and automatically trigger contractual remedies. Nevertheless, standards also have certain downsides. First, they are an efficient form of self-regulation in a fully competitive market, requiring higher rather than looser standards. However, the rating industry suffers from limited competition where CRAs operate in an oligopolistic market dominated by few agencies (i.e. S&Ps, Moody's and Fitch), and there is no certainty that this scenario will change soon. Second, excess standardization could hamper innovation by aligning all the service providers to the same technique or practice. CRAs rate complex structured

tee for Standardization (CEN), the European Committee for Electro-technical Standardization (CENELEC) and the European Telecommunications Standards Institute (ETSI).

[83] See also the recent German Road Traffic Act of 2021 that transposed the The Society of Automotive Engineers (SAE International) standards into the law. The Act introduces specific provisions for accidents caused by autonomous vehicles, creating a distinction with direct consequences on the operators' liability between vehicles where drivers are still in control of the car and driverless vehicles, in C. FRATTONE, *Reasonable AI and other creatures. What role for AI Standards in liability litigation?*, in *J. of Law, Market & Innovation*, 2022, 1, Issue 3, 47-48.

[84] See EUROPEAN GROUP ON TORT LAW, *Principles of European Tort Law: Text and Commentary*, Wien, New York, Springer, 2005, 64-100.

finance instruments for which they do not only provide credit assessment of the underlying collateral assets but also information on and are involved in designing the structural specifics of these securities, contributing to developing new accepted standards for the markets. CRAs in the performance of this task cannot be limited, nor can the procedures for doing it be standardized since they can continuously change. That is also why standards should not, in any case, replace national courts. It should be left to judges to establish whether the specific circumstances of a case justify the deviation from a standard.

5. *The problem of harmonizing private enforcement of tort law in Europe.*

There are several good reasons for the cautious approach of many EU legal systems to limit compensation of tort damages for pure economic loss strongly.

1. These claims are potentially indeterminate, characterized by unreliable evidence and collusive actions. Therefore, there would be no reasonable limit to a defendant's liability. The risk is that the courts would become overwhelmed with claims, as in floodgate litigation, a phenomenon widespread in the USA [85].

2. In a free market economy such as the one of the European Union, the most important interest to protect is the individual freedom to determine one's investment choices and not to prevent profits from being made at the expense of others if the gaining person has not intentionally caused wrongs to anybody [86].

3. Any suggestion to deal with these cases of tort damages for pure economic loss with loss insurance generally favours a rule of no liability (i.e. an exclusionary rule) [87].

The problem of harmonizing private enforcement of tort law also involves the United Kingdom, which was among the Member States at the entry into force of the Regulation, although later, following the Brexit process, the UK withdrew from the EU Community and, therefore, from its Regulations. However, while from the perspective of public law, the Financial Conduct Authority (FCA) has replaced the ESMA in its task of supervision of the UK financial markets [88], from

[85] US judge Cardozo J. in his famous judgment in *Ultramares Corp v Touche* 255 NY 170, 174; NE 441, 444 (1931) available at https://casetext.com (accessed 18 December 2024) described it as «a fear of an indeterminate number of claims by an indeterminate number of parties in indeterminate amounts of money for an indeterminate amount of time».

[86] B.S. Markesinis, J. Bell, A. Janssen, *Markesinis's German Law of Torts: A Comparative Treatise*, Oxford, Hart Publishing, 2019, 5th ed, 89-90.

[87] M. Bussani, A.J. Sebok, M. Infantino, *Common law and civil law perspectives on tort law*, Oxford, OUP, 2022, Ch. 6 on "Compensation for Pure Economic Loss".

[88] In truth, even before there was a tendency of the UK to be restless under the ESMA's authori-

a private enforcement perspective, it is still meaningful to include the UK in the process of harmonization of private law in Europe to avoid a potential regulatory arbitrage effect [89].

In England, the situations in which the law recognizes a duty of care about pure economic loss are strictly limited and mainly included in the area concerning negligent misstatements and negligence in the performance of a service [90]. The case that introduced liability for negligent misstatements was *Hedley Byrne v Heller* in 1964 [91]. The House of Lords ruled that, even without fraud or a contractual relationship, damage for pure economic loss could arise in certain situations under specific conditions. These are the existence of a fiduciary relationship ("special relationship") between the parties, the party preparing the advice/information has voluntarily assumed the risk, there has been reliance on the advice/info by the other party, and such reliance was reasonable. Therefore, to incur tort liability, a CRA must be in a fiduciary relationship, that means in a relationship of *proximity* with the endangered person (the investor seeking information from a CRA), where the investor trusts the CRA to exercise due care, and the CRA knew or ought to have known that reliance was being placed upon his skill and judgment. In such a scenario, there would be an assumption of responsibility as a basis for liability [92].

In the following *Caparo* case [93], the House of Lords refined the criteria for establishing a duty of care in negligence. In particular, the House of Lords elaborated on the concept of proximity, foreseeability, and whether it is fair, just, and reasonable to impose a duty of care, thereby clarifying the application of these principles in determining negligence claims. Regarding proximity, the House of Lords established that the claimant is not required to be identified explicitly by the defendant as long as the claimant is a member of an identifiable or recognizable

---

ty, see the Case C-270/12 *UK v Parliament and Council* available at https://curia.europa.eu (accessed 18 December 2024) to annul Art. 28 of the Reg. (EU) No 236/2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps, in which ESMA had been given the power to take a legally binding decision targeting a specific financial market participant or specific conditions in relation to certain financial instruments.

[89] N. Moloney, *Access to the UK Financial Market After the UK Withdrawal from the EU: Disruption, Design, and Diffusion*, in *EBOR*, 2024, 25, 25-47.

[90] S. Deakin, A. Johnston, B. Markesinis, *Markesinis and Deakin's Tort Law*, Oxford, OUP, 2012, 177.

[91] *Hedley Byrne & Co. Ltd v. Heller & Partners Ltd* [1964] AC 465 available at https://vlex.co.uk (accessed 18 December 2024).

[92] See the Lord Sales speech at the Annual Tort Law Research Group Lecture Western University, Ontario 26 September 2022 titled *Pure economic loss in the law of tort: the history and theory of assumption of responsibility*, available at https://www.supremecourt.uk.

[93] *Caparo Industries plc v. Dickman* [1990] 2 AC 605 available at https://vlex.co.uk (accessed 18 December 2024).

class (i.e. limited class). Foreseeability is also required because, in its absence, the harm in question would be unavoidable – and a duty of care impossible. Finally, the third stage for the court involves balancing policy factors and private justice to decide whether imposing a duty of care responds to the principles of «fairness, justice and reasonableness». Proximity and reasonable foreseeability are a similar concept and an informant of the other. For some commentators, only these elements and, in particular, proximity should be the dominant factors in duty decisions [94]. The reason is that policy ("the reasonableness test") should not be part of the structure of tort law. Arguably, there are several reasons why policy should not be included among the factors. First, courts are not well placed to judge policy because they may lack the technical competence (for inexperience) and information. Judges are experts in the application of the legal doctrine. Then, policy reasoning is characterised by short-termism, cultural fashion and applied social science. Thus, introducing policy could destabilise judicial reasoning and result in incoherence and concerns about legal certainty (unpredictability). Also, judges do not have political legitimacy to make such decisions, which belong to the Parliament and the government *in primis* and the Law Commission [95].

By contrast, other commentators developed different considerations [96]. Although tort is about corrective justice, and enforcing rights is purely a matter of interpersonal justice, deciding what those rights should be in the first place has critical distributional consequences. In this logic, courts are constitutionally required to consider the broader public interest. A strong argument in favour of policy reasoning is its openness and transparency. Even if a judge refuses to consider public policy concerns, the policy may still clandestinely influence the law. Arguably, legal development would then be even more unpredictable. Common law has the remarkable capacity to adapt to changing social conditions. Legal development indeed requires careful attention to values that have been legally recognized. However, these values evolve and may be in tension with one another. Relying solely on pure corrective justice would increase the statutory interventions in tort law (carried out by the Parliament to give effect to the public interest), reducing the power of common law – something that is improbable to happen in the UK [97]. Not surprisingly, in the recent Robinson case [98], the House of Lords pointed out that the

---

[94] C. WITTING, *Duty of Care: An Analytical Approach*, in *Oxford J. Legal Stud*., 2005, 25, 33; cf. A. ROBERTSON, *Justice, Community Welfare and the Duty of Care*, in *LQR*, 2011, 127, 370.

[95] A. BEEVER, *Rediscovering the Law of Negligence*, Oxford, Hart Publishing, 2007, 176.

[96] J. STAPLETON, *Three Essays on Torts*, Oxford, Oxford U. Press, 2021, Ch. 2, 29-32.

[97] In the words of Sir Jack Beatson, while statutes improve through legislative microsurgery, «the core of pure common law doctrine continues to shrink». See J. BEATSON, *Has the Common Law a Future?*, in *CJL*, 1997, 291, 301.

[98] *Robinson v Chief Constable of West Yorkshire Police (Rev 1)* [2018] UKSC 4 available at https://supremecourt.uk (accessed 18 December 2024).

three-stages test adopted in the Caparo case is not an actual *test* and, in particular, does not apply to all claims in the modern law of negligence. The Robinson case has renewed emphasis on precedent, *apparently* to curb the scope for policy reasoning. However, the UK Supreme Court's approach is straightforward: follow precedent instead of weighing up policy reasons wherever possible [99].

The tort law rule in German law is covered by Section 823 of the German Civil Code (BGB), which consists of two parts [100]. In particular, s. 823(2) BGB allows recovery of pure economic loss, but only where the injurer breaches a statute intended to protect another person. The ratio behind this norm is to protect a specific personal interest (*Schutzgesetzverstoß*) damaged by violating a statutory norm [101]. Theoretically, since art. 35(a) of CRA III was implemented to protect individual investors and issuers; a claim based on the infringement of that article could be brought under s. 823(2) BGB. However, this would imply that German courts would make such an assumption, which is quite unlikely. In the area of law of torts, German law and British common law show an ideological affinity that is to refuse to compensate pure economic loss through the medium of tort rules [102]. Liability under s. 823(1) and (2) BGB is fault-based and requires the presence of causality and damage to have a right to an award of damages as any action in German tort law. The advantages of s. 823(2) compared to s. 823(1) BGB are that the former is not limited to a violation of one of the interests of s. 823(1) BGB [103], and that compensates pure economic loss if such loss is within the scope of the protective norm. In addition, if no particular level of culpability is mentioned for the violated statute, only negligence (*Fahrlässigkeit*) is required [104].

---

[99] J. MORGAN, *Great debates in tort law*, London, Hart Bloomsbury Publishing: Great Britain, 2022, 153 ff. and 188.

[100] S. 823 BGB (Liability in damages): «(1) A person who, intentionally or negligently, unlawfully injures the life, body, health, freedom, property or another right of another person is liable to make compensation to the other party for the damage arising from this. (2) The same duty is held by a person who commits a breach of a statute that is intended to protect another person. If, according to the contents of the statute, it may also be breached without fault, then liability to compensation only exists in the case of fault».

[101] It is equivalent of the common law tort of breach of statutory duty or the French violation of a legal duty (*devoir légal*).

[102] B.S. MARKESINIS, J. BELL, A. JANSSEN, *Markesinis's German Law of Torts: A Comparative Treatise*, (nt. 86), 88 ff. Despite liability under s. 823(2) will be imposed only if some fault can be found in the wrongdoer, in this instance the case law reversed the onus of proof and placed it squarely on the defendant. See G. WAGNER, Commentary on the §§ 823-852 BGB and the Produckthaftungsgezetz, in Münchener Kommentar zum BGB, 6th ed., nos 363-64.

[103] For instance, the Russian Civil Code contains a general clause (art. 1064) very similar to s. 823(1) because literally seems to refer to a list of protected interests. However, the Russian courts in later case law decided to give this article in a very broad scope of interpretation, in the French style rather than German.

[104] E.T.T. TAI, *Tort Law: A Comparative Introduction*, Northampton, Massachusetts: Edward

Another ground of extra-contractual liability can be found in s. 826 BGB, which covers damage (including pure economic interests) caused by a person acting contrary to public policy (*sittenwidrig*). This section is subjectively the narrowest of the three general provisions (s. 823(1) and s.823(2) BGB) since it requires the existence of the tortfeasor's intention to be satisfied. Mere negligence is not an acceptable *mens rea*. The Supreme Court of Germany has extended the scope of this rule, which was traditionally limited to intentionally caused damage, to include gross negligence [105]. However, to prove that the injurer acted with at least gross negligence leaves the claimants of a civil law legal system with the major burden of proving causation [106].

German jurists have sought to get around the limits of s. 823(1) BGB considered overly restrictive by interpreting s. 826 BGB on behaviour contrary to good morals very broadly. An example is the German doctrine concerning contracts with protective effect to the benefit of third parties developed by the German courts under certain provisions of the BGB. For instance, s. 311(3) BGB states someone's liability (pre-contractual liability or *culpa in contrahendo* as per s. 241(2) BGB) if, in acting as a highly qualified professional, a person inspires confidence, which results in determinant to the conclusion of a contract or to influence contract negotiations [107]. With no contract between the CRA and the investor, this latter could bring a claim against a CRA for quasi-contractual liability, assuming that CRAs are experts in the capital markets and that the investor strongly relied on ratings. For liability to arise, two conditions must be met: a 'special relationship' like a fiduciary relationship or a relationship equivalent to a contract between the parties, and a 'disappointment of contract' must have occurred, which means the defendant deceived the trusting party [108]. The proximity of the claimant to the party held liable (special relationship), which is the base for investors' typical reliance on the misstatements, is even required for the more common scenario of prospectus liability. However, to their advantage, CRA's business model depends on network effects that make personal contacts unnecessary. Therefore, it is uncertain whether the relationship is sufficiently close to trigger liability under this doctrine [109].

Elgar Publishing, 2022, Ch 4, para 4; G. WAGNER, *Deliktsrecht*, Cologne, Vahlen, 14th, 2021, paras 5.109-5.125.

[105] BGH WM 1986, 904 (14 April 1986), available at https://dejure.org (accessed 18 December 2024).

[106] B.S. MARKESINIS, *Markesinis's German Law of Torts*, (nt. 98), 79; E.T.T. TAI, *Tort Law*, (nt. 100) Ch. 4 par. 5.

[107] B.S. MARKESINIS, W. LORENZ, G. DANNEMANN, *The German Law of Obligations. Vol. I. The Law of Contract and Restitution: A Comparative Introduction*, Oxford, Oxford University Press, 1997, 279.

[108] A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, (nt. 32), 82.

[109] B. HAAR, *Civil Liability of Credit Rating Agencies*, (nt. 48), 317-318.

Not long ago, the Higher Regional Court of Dusseldorf (*Oberlandesgericht Düsseldorf*) rejected an investor's lawsuit brought both under art. 35(a) of the CRA III and the national (German) private law against a CRA [110]. The Court argued that the ratings published only covered the company and not the company's bonds as the internal structure of art. 35(a) of the CRA III requires [111]. The Court's judgement shed light on the German doctrine concerning contracts with protective effect to the benefit of third parties, making clear that corporate ratings fall outside the protective scope of the doctrine. These ratings are disseminated to the investment market, and a CRA cannot foresee who will rely on its corporate rating once published. The situation would have been different if the rating of a financial instrument had been published for a specific group of investors (private placement), even a large one, as long as it was considered a recognisable category of investors [112].

If Germany and England remained relatively close to each other in their strict approach, this is not the case in France, where art. 1240 [113] complemented by art. 1241 [114] of the French Civil Code (FCC) gives an injured person much scope to recover personal injuries and property damage – even pure economic loss [115]. Like other civil law countries, French law relies on the elements of fault, damage and causation between the two. The French law does not clearly distinguish between harm and damage. The damage must harm a legitimate and legally protected interest, and its presence is required. The damage must be a direct and certain consequence of the negligent act. However, the French courts' approach to tort claims for pure economic loss is the most liberal within European countries because French law accepts slight negligence as an element of fault [116]. Not surprisingly, France emerged as the only country that adopted, in 2010, a specific law on CRAs' civil liability. Until recently, article L. 544-5 of the Monetary and Finan-

[110] I-6 U 50/17, 8 February 2018, available at https://dejure.org (accessed 18 December 2024).

[111] That states an issuer may claim damages for credit ratings that cover «it [i.e. the issuer] or its financial instruments, while an investor may claim damages only if it has relied on a credit rating covering a financial instrument».

[112] See E. NÄSTEGÅRD, *The Tort Liability of CRAs in Europe and the Need for a Harmonized Proximity Requirement at the Union Level*, in *EBLR*, 2020, 31, 804-813.

[113] «Any act whatsoever by man which causes damage to another person obliges the person through whose fault it occurred to make reparation for it».

[114] «Everyone is liable for the damage he causes not only by his acts, but also by his negligence or imprudence».

[115] See Paris 5 fév. 1952, D. 1952.275 where the court imposed tort liability for negligence based on the mere foreseeability of loss. Cf. E.T.T. TAI, *Tort Law: A Comparative Introduction,* (nt. 104), Ch. 3 para 3 ff.

[116] M. FABRE-MAGNAN, *Droit des obligations: Responsabilité civile et quasi-contrats*, 2, Paris, Presses Universitaires de France, 5th ed., 2021, 136.

cial Code (*Code monétaire et financier*) [117], which was adopted in conjunction with the implementation of the CRA I, established a tort-based liability regime for CRA with a standard of care much stricter than the one that was later indicated at the European Union level. Art. L. 544-5 did not require a particular level of negligence. However, this regime was abrogated in 2018 to comply with the new harmonized standards for CRA's liability established by the CRA III art. 35(a).

In this gap developed between France and Germany, there are Holland and Italy. Art. 6:162 of the Dutch Civil Code (DCC) has tried to bridge this gap in the Netherlands [118]. In the following paragraphs, 2 and 3, Art. 6:162 DCC provides three categories of torts that need to be repaired. The first is unlawful acts against property (breach of right). The second category is acts or omissions that violate a statutory duty, and the third relates to acts or omissions that violate a "rule of unwritten law pertaining to proper social conduct" (*verkeersopvattingen*). This last category enables the import of all kinds of duties of care, not only those of subjective fault but also those of objective fault (*toerekenbaarheid*), namely of attribution of responsibility. It is this category of tort that is often used to hold intermediaries liable [119]. Finally, each tort claim needs to examine the scope of protection of the violated duty. Therefore, the Court has to evaluate whether a particular case of breach of a statutory duty due to a failure to act by the ethical praxis and the unwritten standard of conduct purports to protect against the type of damage suffered and how it was suffered. Otherwise, no tort liability arises for that specific claimant [120].

Art. 2043 of the Italian Civil Code (c.c.) regulates tort liability, including pure economic loss, in Italy [121]. Like in France, for a claim to be granted, claimants must prove the existence of an unjust damage. Because Art. 2043 c.c. requires the damage caused to be *unjust*, while this requirement is not needed for contractual liability, some commentators considered compensation of damages for pure economic loss only possible in case of breach of contract and not in tort [122]. However,

---

[117] The liability regime was part of the Loi n° 2010-1249 du 22 Octobre 2010 de régulation bancaire et financière en matière de droit des marchés financiers.

[118] Art. 6:162(1) DCC: «a person who commits a tort towards another which can be imputed to him, must repair the damage which the other person suffers as a consequence thereof».

[119] C. VON BAR ET AL., *Principles of European Law (PEL) on Non-Contractual Liability Arising out of Damage Caused to Another*, Munich, Sellier European Law Publishers Publisher, 2009, 232-233.

[120] As a consequence of art 6:163 DCC. Cf. T. BEUMERS, W. VAN BOOM, *Tortious and Contractual Liability from a Dutch Perspective*, in *Tortious and Contractual Liability – Chinese and European Perspectives*, edited by E. Karner Vienna, Jan Sramek Verlag, 2021, 223-246.

[121] Art. 2043 c.c.: «any intentional or negligent act which causes unjust damage to others obliges the person who committed the act to compensate for the damage».

[122] Cf. C. CASTRONOVO, *Responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale*, in *Pers. Danno*, 2008, 1-2 available at https://personaedanno.it.

the Italian Supreme Court (Corte di Cassazione) has developed a right to the integrity of one's economic assets since 1982 [123]. During the years, the judiciary review of the Italian courts expanded the concept of 'unjust' to include compensation for the infringements of credit rights, rights *in personam* and, from 1999, legitimate interests [124].

Although extra-contractual liability claims in Italy include malicious intent and negligence as fault elements, in the case of CRAs, the level of negligence required is that of gross negligence [125]. Therefore, slight negligence is not sufficient. Further, a damage claim requires that the CRA's infringement had an impact on the rating issued and that that infringement caused the damage. These two main elements are the standards of conduct and the causation link. Italian scholars unanimously agree that proving a rating was false or erroneous is insufficient to assign CRA a liability. It is necessary to look at the standard of care adopted by the CRA for such a professional task. Therefore, the courts must verify that the CRA's conduct in performing its obligations matched that of the industry practice and that the CRA complied with the methodologies and procedures generally accepted by the industry [126]. Since we are concerned with extra-contractual liability, the

---

[123] In the *De Chirico* case, the Supreme Court found that the individual freedom of the plaintiff to self-determinate its investments, protected by art. 41 of the Constitution, was harmed. See Cass., 4 May 1982, n. 2765, in *Foro it.* 1982, I, 2864 and in *Giust. Civ.,* 1982, I, 1745 ff., con nota di A. Di Majo, *Ingiustizia del danno e diritti non nominati*. See also Cass., sez. I, 25 Luglio 1986, n. 4755, in *Rep. Giur. it*., 1986, voce *Concorrenza e pubblicità* n. 71, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1987, I, 386 con nota di Libertini; Cass., sez. III, 4 Febbraio 1992 n. 1147, in *Corriere Giur.*, 1992, 774, nota di Zeno Zencovich, in *Giur. it.,* 1993, I, 862 ss.; Cass. Sez. I, 3 Aprile 1995, n. 3903, in *Società,* 1995, 12, 1544, con nota di Balzarini.

[124] See the eminent decision of Cass., sez. Unite., 22 Luglio 1999, n. 500, in Giust. Civ., 1999, I, 2261 con nota di Morelli.

[125] More restrictive view is taken only in Sweden, where only wilful damages for pure economic loss must be compensated by the tortfeasor (Swedish Damages Liability Act of 2 June 1972 ch. 2 § 1). There are, however, numerous exceptions to this principle. In Finland, the Finnish Damages Liability Act (412/1974) allows compensation for pure economic loss if caused by a criminal act, but it also adds that such a loss may also be compensable if it has been caused in the exercise of public authority or if there are 'particularly weighty reasons' (Article 1 of Chapter 5 of the said act). Cf. E. Nästegård, *The Tort Liability of CRAs in Europe,* (nt. 112), 805-814.

[126] See G. Facci, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. impr.*, 2008, 164. Id., *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Bologna, Zanichelli ed., 2009, 63; F. Greco, *La responsabilità "extracontrattuale" dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, in *Resp. civ. e prev.*, 2013, 1461; R. Rosapepe, *Intervento*, in *Le Agenzie di Rating, Atti del convegno. Salerno, 8-9 novembre 2012*, a cura di A. Principe, Milano, Giuffrè, 2014, 177; *L. Di Donna*, *Danni da rating e rimedi degli investitori*, in *Le agenzie di rating*, *cit.,* 286; C. Scaroni, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contr. Impr.*, 2011, 806; P. Giudici, *L'agenzia di rating danneggia l'emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli?* In *Società*, 2011, 1454; M. Saponaro, *Il danno da* rating*: se e come le agenzie sono tenute a rispondere*, in *Danno resp.*, 2012, 186; G. Presti, voce *Rating*, in *Enc. dir.*, Annali VII, Milano, Giuffrè, 2014,

burden of proof bears on the investors [127]. As in other civil law countries, the causation link requirement to be verified must fulfil twofold conditions: factual and legal causation. The factual causation is the *condicio sine qua non* and concerns what would have happened if the act had not occurred. If the damage had materialized anyway, then there would have been no factual causation. Instead, the legal causation restricts compensation to the kind of harm and damage that pertains to the violated norm. If the damages cannot be limited, they are not sufficiently close or related to the wrongful act to deserve compensation. As described above, the precise criterion varies among the countries: the proximity in England, direct and immediate consequence in France and Italy, and adequacy in Germany [128].

A harmonization of these requirements would be desirable for facilitating the function of compensation within a CRA accountability model. A common interpretation and application of these requirements is also helpful for facilitating the problems related to the conflict of laws. According to Art. 35(a) terms such as "damage", "intention", "gross negligence", "reasonably relied", "due care", "impact", "reasonable", and "proportionate", which are referred to in this article but are not defined, shall be interpreted and applied in accordance with the applicable national law as determined by the relevant rules of private international law. It goes without saying that pure economic loss suffered on the financial market for a CRA's wrongdoing, where financial damages can hardly be assigned to a geographical place, faces serious localization problems.

6. *Conclusive considerations.*

Public policymakers rely on CRAs to perform a function of private governance over the financial markets. CRAs assess the solvability of entities and their issues by evaluating their risk, and they contribute to prudential regulation by periodically monitoring their performance and indirectly promoting specific organization procedures. Assuming no alternative is available, this article has commented on the EU legal liability regimes implemented for CRAs, emphasizing their main criticalities. A sound accountability model should provide deterrence and compensation without incurring under or over-deterrence. The two functions of sanctioning any infringement committed and compensating those who suffer damages due to the infringement attain the goals of serving as a deterrent and ensuring jus-

870; P. MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, in *Giur. comm*., 2013, I, 511; G. ALPA, *Responsabilità civile delle agenzie di rating. Alcuni rilievi sistematici*, in *Riv. trim. dir. econ*., 2013, 71.

[127] In Italy, art. 23, comma 6, of the Testo Unico della Finanza (T.U.F.), which allocates the burden of proof on the authorized financial intermediaries in proceedings for damage compensation, is not applicable to CRA.

[128] E.T.T. TAI, *Tort Law: A Comparative Introduction*, (nt. 104), Ch. 2, para 2.7.

tice between the private individuals. Three models envisaged for the interplay of public (administrative) and private (civil) enforcement reflect models already adopted in the EU. The first is the separation model, in which the ESMA develops its role of supervisor by sanctioning CRAs in case of the infringement of a procedure, while in parallel, the national private courts are in charge of the provision of redress to private parties who suffered damages for pure economic loss due to the infringement. From the study conducted, it could be argued that such an accountability model would most likely bring an under-deterrence – because it would be tough to hold a CRA liable for extra-contractual liability – which could, in turn, become over-deterrence in the remote case of harmonization of EU private law or facilitation in the procedural law applicable to the cases of CRA civil liability. In fact, this would create a risk of floodgate litigation. At the same time, the original intent of the regulator was not much to compensate but mainly to improve the regulatory governance of the financial markets as a whole.

The second is the complementarity model, in which the ESMA could have a role to play in facilitating private redress for victims of breaches of EU private law. The EU legislator has promoted such a model in other areas of EU private law, such as unfair trading, unfair contract terms, consumer sales of goods, and antitrust. The article discusses two examples: the MiFID II framework for investment services and the Standardization Regulation for specific sectors like AI liability or ICT and Telecommunication. The ESMA could be empowered with specific discretionary powers to be able, once exercised its administrative sanctioning power, to initiate redress settlements or to bring a collective action for damages before the national private courts [129]. Alternatively, national private courts could interpretively arrive at a reversal of the burden of proof for investors bringing an action for damages against a CRA that ESMA has just sanctioned. The proximity requirement and the causation link could be used to substantially limit CRAs' civil liability in order to avoid floodgate litigations. The smaller the recognizable class, the more likely courts will impose liability for pure economic loss on CRAs. Although many civil law countries are not familiar with the proximity requirement and there is not a harmonized concept of what constitutes a pure economic loss, it would be sufficient to develop at the European level a common interpretation and application of the concept that the claimant belongs to an identifiable or recognizable class both about the position of the defendant and the extension of liability [130]. However, as shown above, ESMA still lacks teeth

[129] For an example of such an agency, see the Dutch Authority for Consumers and Markets (Autoriteit Consument en Markt) illustrated in O. CHEREDNYCHENKO, *Regulatory Agencies and Private Damages in the EU: Bridging the Gap between Theory and Practice*, in *University of Groningen Faculty of Law Research Paper Series*, No. 8/2022, 158-160.

[130] See E. NÄSTEGÅRD, *The Tort Liability of CRAs in Europe and the Need for a Harmonized Proximity Requirement at the Union Level*, in *EBLR*, 2020, 31, 814-818.

and an adequate budget to be fully effective. At the same time, the harmonization of the elements of the fault-based liability, namely proximity between the parties and directness of the causal link in private redress, cannot be achieved by statutory law but has to be achieved by the judiciary through the development of the case-law and the time seems to be not yet ripe.

The third model is the integration model, in which the ESMA could be empowered with additional discretionary power to be able to secure redress, obliging a CRA to pay a certain amount for compensation in addition to a penalty payment. In such a model, the compensation function would be integrated within the administrative enforcement mechanism managed by the ESMA [131]. Entrusting ESMA with public and private enforcement would vastly simplify the public-private co-regulation mechanism. Administrative enforcement has a significant advantage over private redress mechanisms because it is a centralized form of enforcement that ensures consistency among EU members. However, again, empowering the ESMA with such a power would raise issues of legitimacy that are still outstanding and imply political will and, therefore, an EU political unity that still needs to be there.

While the CRA regulation has created a separation model at the moment, and it is too early to envisage a public-private co-regulation mechanism of the third type (integration model), the EU legislator should work towards achieving a complementarity model, which could facilitate a process of harmonization of procedural law within the EU market and solve the problems related to the conflict of laws.

[131] A notable example of such an agency is the UK Financial Conduct Authority (FCA) under the Financial Services and Markets Act (FSMA) 2000 as amended in 2010 (by the Financial Services Act). A failure of a financial firm to comply with regulatory standards may trigger – in case of damage to consumer – a consumer redress scheme ordered by the FCA (s. 404 FSMA).

I mercati digitali tra regolazione e concorrenza
Digital markets: competition vs regulation

Chiara Brunetti*

ABSTRACT

La difficoltà a competere e l'assenza di regole nei mercati digitali hanno portato le autorità nazionali a intervenire sempre più frequentemente con riferimento sia al diritto della concorrenza che alla tutela del consumatore. Tuttavia, gli esiti di alcuni precedenti hanno sollevato dubbi sull'adeguatezza degli strumenti di *enforcement* antitrust a intercettare con tempestività ed efficacia le strategie anticoncorrenziali delle piattaforme digitali. È sorta così la necessità di intervenire – sotto diversi profili – a livello nazionale ed europeo per affrontare le nuove sfide poste dai mercati digitali e in particolare di avere una disciplina, come il *Digital Markets Act* (DMA), in grado di regolare in maniera uniforme ed "*ex ante*" specifiche condotte. Il presente contributo illustra dunque le diverse questioni pratiche, sostanziali e di diritto sollevate, soprattutto in termini di (i) rapporto tra il regolamento e le norme di concorrenza, (ii) coordinamento tra Commissione europea e Autorità nazionali e (iii) di applicazione del principio di *ne bis in idem*. Si esamina anche l'effettiva applicazione del DMA da parte della Commissione per comprendere meglio la sua efficacia rispetto alle aspettative nonché le differenze e le analogie tra il regolamento e il tradizionale diritto della concorrenza.

The difficulty in competing and the absence of rules in digital markets have led national authorities to intervene more and more frequently in the context of competition law and consumer protection. However, the results of some precedents have raised doubts about the adequacy of antitrust enforcement tools to promptly and effectively intercept the anti-competitive strategies of digital platforms. This has led to the need for an intervention – in various ways – at national and european level to face the new challenges in digital markets, such as the Digital Markets Act (DMA), capable of regulating uniformly and "ex ante" specific conduct. This article describes the various practical, substantial and legal issues raised, especially in terms of: (i) relationship between the regulation and the competition rules; (ii) coordination between the European Commission and national authorities; (iii) application of the principle of ne bis in idem. The article also focuses on the effective application of the DMA by the Commission to better understand its effectiveness compared to expectations and the differences and similarities between the DMA and the traditional competition law.

* Giurista d'impresa, area antitrust e regolazione; e-mail: brunettichiara92@gmail.com.

SOMMARIO:

1. Introduzione. – 2. I primi interventi delle autorità antitrust nei mercati digitali e i dubbi sull'adeguatezza dei quadri giuridici esistenti. – 3. Gli interventi legislativi nei mercati digitali e il nuovo modello di *enforcement* adottato dal DMA. – 4. La relazione tra DMA e norme antitrust. – 5. Regolazione e concorrenza: il DMA costituisce una regolazione settoriale *ex ante*? – 6. DMA e norme antitrust: sussiste un rapporto di specialità oppure finalità e tutela di interessi sono differenti? – 7. L'*enforcement* centralizzato del DMA e il rapporto tra Commissione e Autorità nazionali. – 8. L'applicazione del principio di *ne bis in idem* e i potenziali conflitti di competenza. – 9. I primi interventi applicativi del DMA. – 10. Considerazioni finali sulle possibili evoluzioni del rapporto tra DMA e norme antitrust.

1. *Introduzione.*

Il presente contributo intende trattare il rapporto tra concorrenza e regolazione nel settore digitale, nonché i possibili risvolti applicativi in termini di coesistenza e di coordinamento tra le nuove previsioni del *Digital Markets Act* e le vigenti norme poste a tutela della concorrenza.

Il valore economico e la forza competitiva del dato si sono infatti manifestati in maniera sempre più esponenziale nel corso degli anni e l'innovazione tecnologica ha fatto emergere un nuovo ruolo e un nuovo valore del dato, che non può più ritenersi isolato, ma parte integrante di processi digitali, dinamici e interattivi.

La massiccia quantità di dati e di informazioni divulgate attraverso le piattaforme digitali è diventata la nuova energia dell'economia, in grado di comprendere l'andamento dei mercati e le esigenze degli utenti e consentire di orientare in maniera più efficace le offerte. Tuttavia, se da una parte non si può negare l'incremento di tale efficienza e delle opportunità profittevoli per le imprese, dall'altra rilevano i rischi determinati dallo sviluppo dei mercati digitali anche sotto il profilo della concorrenza. In particolare, la capacità di analisi e di valorizzazione ed elaborazione dei dati, da parte dei grandi operatori digitali, ha dato spesso origine a nuove forme di sfruttamento economico del dato e della sua valorizzazione, generando nuove concentrazioni di potere. Tale accumulo di potere di mercato per diverso tempo è stato, a ogni modo, considerato come volto a massimizzare il benessere del consumatore e dunque idoneo a innovare, tanto da rendere marginale l'intervento antitrust in virtù di una valorizzazione dei benefici.

Nel corso degli anni, però, nel contesto di mercato che si è andato delineando si è palesata la difficoltà a competere e l'assenza di regole appositamente predisposte per i servizi digitali e per le piattaforme ha fatto sì che si cercassero alcune soluzioni sotto diversi profili: *privacy*, antitrust e di tutela del consumatore. Le autorità di concorrenza, infatti, pur evolvendo nel tipo di analisi svolta, hanno applicato gli strumenti propri del diritto antitrust, ma gli esiti di alcuni precedenti in materia hanno anche solo implicitamente chiamato in causa la regolazione, trami-

te la quale negli ultimi tempi è stato predisposto un nuovo assetto normativo di riferimento, riportando *in auge* l'annoso tema del rapporto tra concorrenza e regolazione.

2. *I primi interventi delle autorità antitrust nei mercati digitali e i dubbi sull'adeguatezza dei quadri giuridici esistenti.*

L'Autorità garante della concorrenza e del mercato (AGCM) si è mostrata pronta a intercettare quanto prima le condotte illecite del settore digitale, tanto da chiudere, nel maggio 2017, due istruttorie sulle pratiche realizzate da *Whatsapp* relative alla condivisione di dati personali con *Facebook* e all'imposizione di clausole vessatorie [1]. Nell'ambito del primo procedimento (PS10601), l'Autorità ha accertato la condotta di *Whatsapp* consistente nell'aver indotto gli utenti di *Whatsapp Messenger* ad accettare integralmente i nuovi termini di utilizzo dell'applicazione, in particolare la condivisione dei propri dati con *Facebook*, facendo loro credere che sarebbe stato, altrimenti, impossibile proseguire nell'uso dell'applicazione. Coloro che erano già utenti alla data della modifica dei termini avrebbero avuto, invece, la possibilità di accettarne "parzialmente" i contenuti, potendo decidere di non fornire l'assenso a condividere le informazioni del proprio *account Whatsapp* con *Facebook* e continuare, comunque, a utilizzare l'*app*. Si sono riscontrate in particolare un'inadeguata evidenziazione della possibilità di negare il consenso alla condivisione dei dati con *Facebook* con una preselezione dell'opzione (*opt-in*) e una difficoltà di poter esercitare concretamente tale opzione una volta accettati integralmente i termini. L'attività di condivisione, che avrebbe migliorato l'attività di *advertising* del professionista e avrebbe generato ricavi direttamente a *Facebook*, sarebbe stata aggressiva in quanto idonea – mediante indebito condizionamento – a far assumere una decisione di natura commerciale che l'utente non avrebbe altrimenti preso. Ci sarebbe stato, infatti, un condizionamento a prestare il consenso proprio a causa dell'elevata diffusione e del generalizzato utilizzo delle *app* di comunicazione sociale, quali appunto *Whatsapp* e *Facebook* e, per tali ragioni, l'Autorità ha sanzionato *Whatsapp* per pratica commerciale scorretta ai sensi degli artt. 20, 24 e 25 del cod. cons..

Il secondo procedimento (CV154) ha riguardato sempre *Whatsapp*, ma questa volta per la presunta vessatorietà di alcune clausole inserite nei termini di utilizzo dell'applicazione che sarebbero state accettate dai consumatori per usufruire dell'applicazione *Whatsapp Messenger*. La vessatorietà avrebbe riguardato, innanzitutto, le esclusioni e le limitazioni di responsabilità in capo a *Whatsapp* mol-

[1] Cfr. provv. AGCM 11 maggio 2017, n. 26597, *PS10601 – Whatsapp-trasferimento dati a Facebook*, in *Boll.* 18/2017; provv. AGCM 11 maggio 2017, n. 26596, *CV154 – Whatsapp-clausole vessatorie*, in *Boll.* 18/2017.

to ampie e assolutamente generiche, inclusa quella che discende dal proprio inadempimento. Le clausole interessate sono state considerate dall'Autorità ingiuste, così come lo sarebbero state quelle relative alla possibilità di interruzioni del servizio decise unilateralmente da *Whatsapp* senza motivo e senza preavviso.

Nel dicembre 2018, l'AGCM ha chiuso anche un'istruttoria nei confronti di due società del Gruppo *Facebook* (PS11112), contestando due distinte pratiche commerciali scorrette in violazione degli artt. 20, 21, 22, 24 e 25 cod. cons. [2]. In particolare, secondo l'Autorità, con la prima condotta, qualificata come ingannevole, *Facebook* non avrebbe informato adeguatamente e immediatamente l'utente, in fase di attivazione dell'*account*, dell'attività di raccolta e utilizzo, per finalità informative e/o commerciali, dei dati che egli cede, rendendolo edotto della sola gratuità della fruizione del servizio, così da indurlo ad assumere una decisione di natura commerciale che non avrebbe altrimenti preso. Con la seconda pratica, qualificata come aggressiva, secondo l'AGCM *Facebook* avrebbe esercitato un indebito condizionamento nei confronti dei consumatori registrati, i quali, in cambio dell'utilizzo del *social network*, sarebbero stati costretti a consentire a *Facebook* e a terzi la raccolta e l'utilizzo, per finalità informative e/o commerciali, dei dati che li riguardavano, in modo inconsapevole e automatico, tramite un sistema di preselezione del consenso alla cessione e utilizzo dei dati, risultando indotti a mantenere attivo il trasferimento e l'uso dei propri dati da/a terzi operatori, per evitare di subire limitazioni nell'utilizzo del servizio. Come noto, il T.A.R. Lazio Roma ha poi accolto parzialmente il ricorso proposto da *Facebook*, annullando in parte la decisione dell'AGCM con riferimento all'accertamento della pratica commerciale aggressiva [3] e il Consiglio di Stato ha confermato integralmente la sentenza di primo grado [4].

Quelli appena ricordati sono stati sostanzialmente i primi casi dell'AGCM che hanno riguardato i grandi *player* del mondo digitale per quanto riguarda la raccolta, la condivisione e l'utilizzo dei dati, ma si segnalano anche istruttorie che hanno impegnato successivamente l'Autorità su temi analoghi. Non si possono non menzionare, per esempio, i procedimenti chiusi nel 2021 (PS11147 e PS11150) nei confronti di Google e Apple [5], nell'ambito dei quali l'AGCM ha accertato per ogni società due violazioni del cod. cons., una per carenze informative e un'altra per pratiche aggressive relative all'acquisizione e all'utilizzo dei dati dei consumatori a fini commerciali.

Particolare rilevanza in materia ha assunto il caso tedesco nell'ambito del qua-

---

[2] Provv. AGCM 29 novembre 2018, n. 27432, *PS11112 – Facebook-condivisione dati con terzi*, in *Boll.* 46/2018.

[3] T.A.R Lazio, sede di Roma, sez. I, 13 gennaio 2023, n. 603.

[4] Cons. St., sez. VI, 15 gennaio 2024, n. 497.

[5] Cfr. provv. AGCM 16 novembre 2021, n. 29890, *PS11147 – GOOGLE DRIVE-SWEEP 2017*, in *Boll.* 47/2021; provv. AGCM 9 novembre 2021, n. 29888, *PS11150 – ICLOUD*, in *Boll.* 47/2021.

le il *Bundeskartellamt*, nel 2019, ha qualificato la condotta di *Facebook* quale abuso di posizione dominante, considerando che l'accesso al *social network* era subordinato all'accettazione del trattamento dei dati *off Facebook* degli utenti, ossia dati raccolti al di fuori della piattaforma e provenienti da siti *web*, *app* e altri servizi Meta, in violazione dei principi sanciti nel Regolamento generale sulla protezione dei dati (GDPR) [6].

Il provvedimento del *Bundeskartellamt* ha sollevato diverse questioni, la prima delle quali poneva il tema se vi fossero i presupposti per riconoscere un abuso di posizione dominante sulla base di una presunta violazione delle norme europee sulla protezione dei dati contenute nel GDPR [7]. Ciò anche in considerazione del fatto che, con riferimento all'ambito di applicazione, il GDPR mirerebbe a garantire un'applicazione armonizzata a livello europeo delle regole stabilite per la protezione dei dati personali e tale *ratio* avrebbe potuto essere compromessa se le Autorità nazionali garanti della concorrenza fossero giunte a conclusioni diverse in merito al rispetto del Regolamento da parte di una determinata impresa. In termini concreti, *Facebook* avrebbe forse potuto modificare la propria attività di raccolta dei dati personali solo in Germania, anche se il provvedimento tedesco si sarebbe basato su una violazione del GDPR per cui esiste un meccanismo di applicazione omogeneo a livello europeo.

Come noto, comunque, nel luglio 2023 la Corte di giustizia dell'Unione europea ha chiarito i rapporti tra diritto della concorrenza e tutela della *privacy*, ritenendo sussistente il potere in capo alle autorità nazionali della concorrenza di verificare la conformità delle condotte anche rispetto alla normativa *privacy* e rilevando come le finalità e gli obiettivi di tale accertamento non si pongano in conflitto con il ruolo svolto dalle autorità di controllo del GDPR, il cui fine è la tutela dei diritti e delle libertà fondamentali delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei loro dati personali [8]. Si tratterebbe, dunque, di ruoli complementari che necessitano di un coordinamento tra le autorità interessate.

Al di là della questione relativa al rapporto tra *privacy* e antitrust, negli ultimi anni è stato affrontato anche il tema della frammentazione dell'applicazione del diritto della concorrenza in merito a questioni attinenti, in particolar modo, ai nuovi mercati caratterizzati da forte innovazione con la proposizione di diverse soluzioni a livello nazionale. Ne sono un esempio i procedimenti dell'AGCM e

---

[6] Decisione del *Bundeskartellamt* del 6 febbraio 2019, *B6-22/16 – Facebook, Exploitative business terms pursuant to Section 19(1) GWB for inadequate data processing*.

[7] In merito alla possibilità o meno che un'attività di raccolta di dati personali possa costituire una pratica escludente, anche tenuto conto di alcuni casi di concentrazione, si veda nel dettaglio G. COLANGELO, M. MAGGIOLINO, *Data accumulation and the privacy*-antitrust *interface: insights from the Facebook case*, in 8(3) *IDPL*, 2018, 224-239.

[8] CGUE (*grande chambre*), 4 luglio 2023, causa C-252/21, *Meta Platforms Inc. v. Bundeskartellamt*, 44 ss.

del *Bundeskartellamt* sopra richiamati e nell'ambito dei quali, da una parte, l'intervento ha riguardato le pratiche commerciali scorrette e, dall'altra, l'abuso di posizione dominante.

Più volte è stata infatti sollevata la questione degli effetti negativi dell'incertezza giuridica che subirebbe l'intero sistema alla luce dell'adozione di un diverso approccio da parte degli Stati membri dell'Ue rispetto a tematiche simili, se non addirittura analoghe.

Numerosi dubbi sono conseguentemente emersi in merito all'adeguatezza dei quadri giuridici esistenti a risolvere o quantomeno rispondere ai problemi derivanti da determinate condotte soprattutto nell'ambito dell'economia digitale, mettendo così in discussione le norme di concorrenza. In particolare, il timore ha riguardato una possibile inadeguatezza degli strumenti di *enforcement* di cui è storicamente dotato il diritto antitrust a intercettare con tempestività ed efficacia le strategie anticoncorrenziali di diversi operatori digitali. Per esempio, una tutela esclusivamente *ex post* potrebbe rischiare di mostrare i suoi limiti di fronte a un contesto economico – come quello appunto dei dati – in rapidissima evoluzione. Ciò soprattutto a causa della durata dei procedimenti con un intervento delle autorità che spesso è stato ritenuto non compatibile con le dinamiche competitive del mercato digitale e troppo tardivo nella sua fase "esecutiva", quando le condotte contestate e in alcuni casi accertate avrebbero avuto modo di consolidarsi a danno degli utenti e dei concorrenti. Storicamente, le norme antitrust prevedrebbero interventi *ex post*, con procedimenti lunghi, complessi e con la necessità di affrontare questioni dall'esito non scontato e oneri probatori non indifferenti. Gli stretti paletti previsti per l'adozione di misure cautelari e/o strutturali, infatti, non sono stati ritenuti in molti casi sufficienti a rimuovere appieno e prontamente comportamenti illeciti da un punto di vista antitrust, così come si sarebbero rivelate poco efficaci le sanzioni irrogate troppo tardivamente e inidonee a modificare le strategie e le *policy* d'impresa, perché troppo basse rispetto agli alti margini di profitto delle società interessate [9].

Nonostante, quindi, la flessibilità intrinseca del diritto della concorrenza, è stato messo in discussione il fatto che le sue caratteristiche strutturali potessero essere pienamente in grado di affrontare i rischi per la concorrenza tipici dei mercati delle piattaforme [10]. L'art. 102 T.F.U.E., per esempio, grazie alla sua formulazio-

[9] Sui dubbi sollevati relativamente all'adeguatezza dei tradizionali strumenti antitrust cfr. M. LIBERTINI, *Il regolamento europeo sui mercati digitali e le norme generali in materia di concorrenza*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2022, 1069 ss.

[10] Si veda in tal senso P. AKMAN, *Regulating Competition in Digital Platform Markets: A Critical Assessment of the Framework and Approach of the EU Digital Markets Act*, in 47 (1) *European L. Rev.*, 2022, 85 ss., in cui si evidenzia come i problemi di contendibilità (come barriere all'ingresso e all'espansione, il *multi-homing*, lo *switching* ecc.) in mercati caratterizzati da forti effetti di rete possono essere meglio affrontati da norme *ex ante* attentamente progettate più che da norme *ex post*, ma al contempo si avanzano delle critiche anche alle regole del DMA, per esempio per la loro rigidità

ne "a maglie larghe", ha potuto fornire la base giuridica per alcune delle decisioni più importanti della Commissione europea, come quella su *Google Android*, ma si tratta pur sempre di norme non specificamente tarate sui mercati digitali [11].

In più di un'occasione è apparsa particolarmente complessa una individuazione del potere di mercato nel momento in cui le imprese offrono "gratuitamente" prodotti o servizi ai consumatori/utenti a fronte della cessione dei loro dati, a tal punto da ritenere le misure tipicamente utilizzate non più pienamente consone a un eventuale accertamento di un illecito antitrust. Anche la stessa definizione del mercato rilevante, in un contesto in cui le imprese competono in relazione a parametri diversi dal prezzo, quali la qualità o il livello di innovazione, è risultata spesso non esaustiva secondo i canoni "tradizionali", specialmente laddove i servizi sono offerti "gratuitamente" (c.d. *zero-price markets*) e nei cc.dd. mercati a più versanti [12]. In tal senso, come noto, particolari dubbi sono emersi in merito all'utilizzo di strumenti econometrici, come lo *"SSNIP" test*, che si basano sulla disponibilità dei consumatori/utenti a cambiare fornitore in caso di un ipotetico aumento dei prezzi. Per non parlare dell'approccio "statico" volto a identificare prodotti e/o servizi intercambiabili (o "rivali") dal lato della domanda che cede il passo alla realtà "dinamica" dei mercati digitali, dove anche prodotti e/o servizi

rispetto a eventuali mutamenti di mercati comunque dinamici e in rapida evoluzione. Si veda altresì G. PARKER, G. PETROPOULOS, M. VAN ALSTYNE, *Digital Platforms and* Antitrust, *Winner of Antitrust Writing Award*, 2021, reperibile al seguente indirizzo: https://ssrn.com oppure http://dx.doi.org.

[11] Commissione europea, decisione del 18 luglio 2018, caso *AT.40099*, *Google Android*. La Commissione europea ha irrogato a Google una sanzione di 4.43 miliardi di euro, ritenendo che la società avesse utilizzato il suo sistema operativo *mobile* Android per consolidare, attraverso determinate condotte restrittive, la propria posizione dominante nel mercato dei motori di ricerca *online*. In particolare, Google avrebbe imposto ai produttori di *smartphone* una serie di condizioni contrattuali, quali: *(i)* l'obbligo di pre-installare le applicazioni di ricerca generica (*Google Search*) e di navigazione (*Chrome*) come condizione per poter ottenere da Google una licenza per installare *Google Play Store*; *(ii)* la concessione delle licenze operative per la preinstallazione delle applicazioni *Google Search* e *Play Store* a condizione che il produttore installasse sui propri apparecchi solo versioni del sistema operativo Android approvate da Google; *(iii)* la condivisione di una parte degli introiti pubblicitari di Google con i produttori di dispositivi mobili subordinatamente all'impegno, da parte di questi ultimi, a rinunciare alla preinstallazione di un servizio di ricerca generica concorrente con quelli offerti da Google. Google ha tra l'altro contestato la definizione del mercato dei sistemi operativi, che secondo la Commissione non include anche i sistemi operativi proprietari (come iOS di Apple), ma soltanto quelli offerti in licenza. Il Trib. UE ha confermato la legittimità della decisione della Commissione europea di sanzionare *Google* con la sentenza del 14 settembre 2022, causa *T-604/18, Google e Alphabet v. Commissione (Google Android)*. Cfr. anche A. IANNOTTI DELLA VALLE, *Il digital markets act e il ruolo dell'unione europea verso un costituzionalismo digitale*, in *Giur. cost.*, 2022, 1867 ss.

[12] Si veda anche V. ROBERTSON, Antitrust *Law and Digital Markets: A Guide to the European Competition Law Experience in the Digital Economy*, in *The Routledge Handbook of Smart Technologies: An Economic and Social Perspective*, Londra, Routledge, 2022, Capitolo 21, 432 ss. in cui si rappresentano le caratteristiche "dinamiche" dei mercati digitali che rendono la definizione del mercato rilevante particolarmente impegnativa rispetto a quella "tradizionale" dei mercati cc.dd. statici.

complementari competono tra di loro [13]. Infatti, spesso si è ritenuto di non dover abbandonare il concetto di mercato rilevante come strumento di analisi del diritto della concorrenza, ma di superare l'idea di una rigida delimitazione del mercato come prerequisito per qualsiasi valutazione antitrust e accogliere, invece, la dinamicità di prodotti e servizi rientranti in ecosistemi complessi [14]. Un *enforcement gap* sarebbe emerso negli anni anche in materia di controllo delle operazioni di concentrazione, soprattutto per la difficoltà di individuare il potenziale competitivo dell'impresa *target* al momento della realizzazione dell'acquisizione e la conseguente necessità di uno scrutinio approfondito ed effettivo delle concentrazioni nei mercati innovativi, anche, ma non solo, in quello digitale. In effetti, alcune operazioni di concentrazione sono "sfuggite" in quanto acquisizioni sottosoglia e altre sono state valutate senza tenere conto di diversi elementi per poi risultare particolarmente rilevanti per la concorrenza e l'innovazione anche nel settore digitale, ma non solo [15]. Ne è un esempio l'operazione di concentrazione *Facebook/WhatsApp*, oggetto di rinvio ai sensi dell'art. 4, par. 5, reg. (CE) n. 139/2004 del Consiglio, che è stata autorizzata senza condizioni nel 2014, non essendo stati ravvisati effetti anticoncorrenziali [16]. In particolare, la Commissione non aveva ritenuto condivisibili i rilievi, da più parti sollevati, secondo cui l'operazione avrebbe comportato un rafforzamento della posizione di *Facebook* nel mercato dei servizi pubblicitari *online* attraverso l'acquisizione dei dati degli utenti di *WhatsApp*, sottolineando a questo riguardo che, ai fini del controllo di compatibilità ai sensi del diritto della concorrenza, dovesse rimanere estranea ogni "*privacy-related concern*" derivante dalla concentrazione di tali dati sotto il controllo esclusivo dell'impresa acquirente [17].

---

[13] Per una panoramica generale sulle questioni sollevate in merito alla definizione del mercato rilevante si veda per esempio V. FALCE, *Piattaforme ed ecosistemi digitali. Scelte pro-concorrenziali*, in *Riv. dir. ind.*, 2022, 4-5-6, 172 ss.; G. COLANGELO, V. ROBERTSON, KAYVAN HAZEMI JEBELLI, A. MANGANELLI, A. NICITA, D. MANTZARI, P. CARO DE SOUSA, V. PAVEL DOBRE, F. BOSTOEN, D. MÂNDRESCU, V. KATHURIA, *Competition policy in the digital economy*, in *Concurrences Review*, maggio 2021, 2/2021; N. ECONOMIDES, I. LIANOS, *Restrictions on Privacy and Exploitation in the Digital Economy: A Market Failure Perspective*, in 17(4) *J. of Competition Law & Economics*, 2021, 765 ss.

[14] M. LIBERTINI, *Digital Markets and Competition Policy. Some Remarks on the Suitability of the* Antitrust *Toolkit*, in questa *Rivista*, 2021, 355 ss.

[15] Per un approfondimento sulle cc.dd. "*killer acquisition*" si veda T. LÉCUYER, *Digital Conglomerates and Killer Acquisitions – A Discussion of the Competitive Effects of Start-up Acquisitions by Digital Platforms*, in *Concurrences*, 1/2020, 42 ss.

[16] Commissione europea, decisione del 3 ottobre 2014, caso *M.7217*, *Facebook/Whatsapp*.

[17] Nella successiva operazione di concentrazione *Microsoft/Linkedin*, autorizzata con condizioni nel 2016, la Commissione ha, invece, concluso che la *privacy* è un importante parametro della concorrenza tra *social networks* professionali e che, in assenza di rimedi adeguati, la concentrazione avrebbe potuto escludere concorrenti con una *privacy* maggiore di quella offerta da Linkedin. Si veda Commissione Europea, decisione del 6 dicembre 2016, caso *M.8124*, *Microsoft/Linkedin*.

Da qui l'esigenza di dotarsi di nuovi strumenti normativi idonei a superare le "rigidità" del sistema di *enforcement* del diritto della concorrenza anche per le ragioni qui brevemente riportate [18].

In un quadro così incerto, si è assistito infatti a un interventismo nazionale ed europeo per intercettare – soprattutto sotto il profilo normativo – iniziative e condotte fino a quel momento di difficile individuazione con conseguente impossibilità di sanare gli effetti prodotti. L'Unione europea si è così contraddistinta fin da subito sullo scenario internazionale per il particolare attivismo nel rinnovamento normativo reputato necessario per affrontare le nuove sfide poste dai mercati digitali e, più nello specifico, dal ruolo svolto dalle grandi piattaforme [19].

3. *Gli interventi legislativi nei mercati digitali e il nuovo modello di enforcement adottato dal DMA.*

Un importante aggiornamento degli strumenti impiegati nell'ambito di applicazione del diritto antitrust ha sicuramente riguardato la Comunicazione sulla definizione del mercato rilevante, adottata lo scorso 8 febbraio [20]. Le principali novità rispetto alla precedente versione del 1997 riguardano proprio i mercati digitali, dando maggiore enfasi ai parametri di valutazione delle condotte diversi dal prezzo, come il grado di innovazione del prodotto o del servizio, la sua sostenibilità, l'efficienza delle risorse, la possibilità di integrazione con altri prodotti o servizi, l'immagine trasmessa o la sicurezza e la protezione della *privacy*, e ponendo particolare attenzione ai principi applicabili agli ecosistemi digitali e alle piattaforme multi-versante.

Ulteriori interventi hanno riguardato le operazioni di concentrazione cc.dd. "sottosoglia", alla luce di quell'*enforcement gap* di cui si è scritto in precedenza. In tal senso, nel nostro ordinamento nazionale è ora previsto l'art. 16, primo

---

[18] Per una panoramica generale dei casi antitrust sulle condotte di *Facebook*, dei differenti approcci adottati dalle diverse autorità competenti e di alcune questioni emerse in merito all'applicazione dei tradizionali strumenti antitrust, anche in relazione alla normativa in materia di trattamento di dati personali, si veda G. COLANGELO, M. MAGGIOLINO, *Data Accumulation and the Privacy-*Antitrust *Interface: Insights from the Facebook Case for the EU and the U.S.*, in *Stanford Law School and the University of Vienna School of Law TTLF Working Paper*, 17 febbraio 2018, n. 31/2018.

[19] Si è parlato anche della ricerca di un protagonismo europeo, con l'Unione che ha sentito l'esigenza di introdursi in un mondo complesso e che si è evoluto velocemente e di recuperare terreno nel mondo digitale, agendo tra due forze: da un lato, divenendo protagonista di caratura globale con un nuovo e più deciso ruolo nello scacchiere internazionale; dall'altro lato, forgiando uno strumentario comune, che concili, o superi, le iniziative già avviate da alcuni Stati. Si veda in tal senso B. CAROTTI, *La politica europea sul digitale: ancora molto rumore*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2022, 997 ss.

[20] Comunicazione della Commissione sulla definizione del mercato rilevante ai fini dell'applicazione del diritto dell'Unione in materia di concorrenza, C/2023/6789.

comma-*bis*, l. n. 287/1990, introdotto dall'art. 32 della Legge annuale per il mercato e la concorrenza 2021 (l. 5 agosto 2022, n. 118), che attribuisce all'AGCM il potere di richiedere, al ricorrere di determinate condizioni, la notifica di operazioni di concentrazione sottosoglia, che non soddisfano i requisiti – espressi in termini di soglie di fatturato delle imprese interessate – in presenza dei quali si prevede una comunicazione preventiva all'Autorità. La modifica normativa ha consentito così di adeguare lo strumento del controllo sulle operazioni di concentrazione anche alle sfide dell'economia digitale [21].

Sempre con la stessa Legge è stata introdotta un'ulteriore modifica relativa alla disciplina sull'abuso di dipendenza economica con riferimento al settore digitale. Infatti, sono stati introdotti all'interno dell'art. 9 della l. n. 192/98, *(i)* una presunzione relativa della dipendenza economica di una piattaforma digitale che offre servizi di intermediazione con un ruolo determinante per raggiungere gli utenti finali/fornitori (primo comma dell'art. 9) e *(ii)* un elenco non tassativo delle pratiche abusive delle piattaforme digitali (ultima parte del secondo comma dell'art. 9). Con la riforma sull'abuso di dipendenza economica a livello nazionale, si è manifestata in sostanza la consapevolezza da parte del legislatore che l'assetto di mercato è tale da non consentire alle piccole e medie imprese – o in generale ai concorrenti – di replicare i livelli di efficienza dei grandi operatori dell'economia digitale e che vi è la necessità di un intervento statale che aggiorni le norme che regolano i comportamenti delle imprese e i rimedi *ex post* per tutelare il pluralismo economico nei mercati digitali [22].

---

[21] Proprio in merito alle operazioni di concentrazione sotto-soglia, pur non rientrando nell'oggetto del presente contributo, non si può non menzionare la recente sentenza della CGUE del 3 settembre 2024 con cui è stata annullata la sentenza del Tribunale sull'operazione di concentrazione *Illumina/Grail*, in quanto quest'ultimo avrebbe commesso un errore di diritto nell'interpretazione dell'art. 22, par. 1, primo comma, reg. n. 139/2004 dichiarando che gli Stati membri potevano presentare una richiesta di rinvio alla Commissione indipendentemente dalla portata della loro normativa nazionale in materia di controllo *ex ante* delle concentrazioni. Secondo la CGUE, il Tribunale ha errato nel dichiarare che la Commissione aveva correttamente accettato la richiesta di rinvio e le richieste di adesione ai sensi dell'art. 22 del reg. n. 139/2004. Si tratta senz'altro di una sentenza dalla portata dirompente per le future operazioni di concentrazione, anche in considerazione dei principi in essa riportati: le soglie fissate per definire se un'operazione debba o meno essere notificata sono di importanza cardinale e le imprese devono poter facilmente stabilire se il loro progetto di operazione debba essere oggetto di un esame preliminare e, in caso affermativo, da parte di quale autorità, e in quale data si possa attendere una decisione di tale autorità relativa a tale operazione.

[22] In merito all'introduzione della presunzione relativa di abuso di dipendenza economica a carico delle grandi piattaforme digitali si veda M. LIBERTINI, *La presunzione di dipendenza economica nei mercati digitali. Un commento all'art. 33 della l. 5 agosto 2022, n. 118*, in questa *Rivista*, 2023, 9 s., nonché E. CREMONA, *Le piattaforme digitali come public utilities: perché non applicare alcuni princìpi di servizio pubblico? – digital platforms as public utilities: why not apply some public service principles?*, in *Giur. cost.*, 2023, 467 ss. Per un approfondimento sulle evoluzioni della disciplina in materia di abuso di dipendenza economica a livello nazionale ed europeo si veda anche S. SCALZINI, *Abuso di dipendenza economica, mercati digitali e libertà d'impresa*, in questa *Rivista*, 2022, 113 ss.

Iniziative importanti in tal senso sono state intraprese anche in Germania, nel gennaio 2021, con l'entrata in vigore del X emendamento alla legge antitrust nazionale. Con l'art. 19a [23] *Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen* (GWB), al *Bundeskartellamt* sono stati attribuiti nuovi poteri volti a identificare posizioni di imprese «di importanza fondamentale per la concorrenza sui mercati» («paramount significance for competition across markets»") [24] e a intervenire in caso di condotte abusive di tali imprese [25]. Sono state apportate modifiche anche al regime di notifica delle operazioni di concentrazione con l'introduzione del potere – in capo al *Bundeskartellamt* – di richiedere alle imprese la notifica delle future operazioni di concentrazione sottosoglia in determinati settori economici, laddove l'autorità disponga di elementi oggettivamente verificabili per ritenere che tali future operazioni avrebbero significativi effetti negativi sulla concorrenza nei settori in questione, nonché al ricorrere di talune condizioni relative al fatturato delle imprese coinvolte e alle quote di mercato. L'obiettivo è chiaramente quello di evitare – come riportato in precedenza – che operazioni di concentrazione in cui l'impresa da acquisire (la c.d. *target*) abbia un fatturato ridotto, ma venga comunque

[23] Sezione 19a del *Gesetz gegen Wettbewerbsbeschra¨nkungen* (GWB) emendato dal *GWB Digitalisierungsgesetz* nel gennaio 2021. Per maggiori dettagli in merito alle modifiche apportate alla Sezione 19° del GWB si veda M. MIDIRI, *Le piattaforme e il potere dei dati (Facebook non passa il Reno)*, in *Diritto inform.*, 2021, 2, 111 ss. Nel medesimo contributo si menzionano anche le attività della *Competition and Markets Authority* del Regno Unito consistenti in particolare nella proposta di una sorta di regolazione delle piattaforme e nella costituzione di una *Digital Market Unit* già nel corso del 2020.

[24] Tale espressione corrisponde alla versione ufficiale in lingua inglese della disposizione tedesca.

[25] Per la designazione di un'impresa "*di importanza fondamentale per la concorrenza sui mercati*" si prevedono i seguenti requisiti: *(i)* il possesso di una posizione dominante su uno o più mercati; *(ii)* la forza finanziaria o l'accesso ad altre risorse; *(iii)* l'integrazione verticale e la presenza di attività su mercati altrimenti collegati; *(iv)* l'accesso a dati rilevanti per la concorrenza; *(v)* la rilevanza delle attività svolte per l'accesso di terzi ai mercati di fornitura e vendita e la relativa influenza sulle attività commerciali di terzi. All'impresa designata come tale il *Bundeskartellamt* può vietare una serie di condotte elencate nella disposizione, a meno che l'impresa non sia in grado di dimostrare che queste siano oggettivamente giustificate. Il secondo comma della sezione 19° prevede una serie di condotte illecite: favorire le proprie offerte rispetto a quelle dei concorrenti nell'ambito della mediazione per l'accesso ai mercati di approvvigionamento e di sbocco; adottare misure che ostacolino altre imprese nello svolgimento delle loro attività commerciali sui mercati di fornitura o di vendita quando le attività dell'impresa sono rilevanti per l'accesso a tali mercati; ostacolare direttamente o indirettamente i concorrenti su un mercato sul quale l'impresa può espandere rapidamente la propria posizione anche senza essere dominante; creare o aumentare sensibilmente le barriere all'ingresso sul mercato o ostacolare in altro modo altre imprese trattando dati rilevanti per la concorrenza raccolti dall'impresa o richiedendo termini e condizioni che consentano tale trattamento; rifiutare l'interoperabilità di prodotti o servizi o la portabilità dei dati, o renderla più difficile, e in tal modo ostacolare la concorrenza; fornire ad altre imprese informazioni insufficienti sulla portata, la qualità o il successo del servizio reso o commissionato, o comunque rendere più difficile per tali imprese la valutazione del valore di tale servizio; richiedere vantaggi per la gestione delle offerte di un'altra impresa che siano sproporzionati rispetto ai motivi della richiesta.

acquistata per un corrispettivo molto elevato in relazione al suo potenziale, possano sfuggire al controllo dell'autorità.

Anche in merito al divieto di abuso di dipendenza economica nell'ambito del settore digitale sono state introdotte importanti novità in Germania, con un intervento del legislatore di tipo più prettamente regolatorio. L'art. 20(1) GWB prevede espressamente che il divieto di abuso di potere di mercato possa estendersi a imprese che operano come intermediari in mercati multi-versante (le piattaforme) nella misura in cui altre imprese dipendano dai loro servizi di intermediazione per accedere ai mercati di approvvigionamento e di vendita in circostanze in cui non esistano sufficienti e ragionevoli alternative. Inoltre, l'art. 20(1a) GWB prevede una autonoma fattispecie tipica di abuso di dipendenza economica nel caso di rifiuto alla condivisione dei dati in presenza di: *(i)* "controllo" dell'accesso ai dati da parte di un'impresa, *(ii)* stato di dipendenza di altra impresa all'accesso ai dati per le proprie attività, *(iii)* rifiuto di condivisione dei dati in cambio di un "adeguato compenso", che possa costituire un "ostacolo abusivo" alla impresa dipendente [26].

Al di là degli interventi normativi implementati a livello nazionale, rileva più di tutti l'adozione a livello UE di una serie di atti che disegnano la strategia europea per il c.d. "*digital future*" [27]. Già in precedenza, comunque, l'attivismo europeo si è fatto sentire su scala mondiale con il *General Data Protection Regulation* (GDPR) del 2016 che ha imposto una serie di stringenti obblighi di protezione dei dati personali degli utenti europei e che ha inciso, sotto vari aspetti, anche sui sistemi di funzionamento delle piattaforme digitali [28], e il regolamento (UE) 2019/1150 (*Platform2Business*), volto ad affrontare anche il problema della crescente dipendenza degli utenti commerciali dalle piattaforme con cui instaurano rapporti commerciali, attraverso regole di condotta e obblighi di trasparenza [29].

Negli anni successivi, però, pur tenendosi conto della capacità del diritto della concorrenza di reagire all'evoluzione dei mercati, si è invocata una disciplina pe-

---

[26] Per un approfondimento sull'attuale disciplina tedesca e sulle riforme in materia di diritto della concorrenza si veda P. FABBIO, *Il diritto della concorrenza in Germania: osservazioni e valutazioni in prospettiva europea*, in questa *Rivista*, 2019, 549 ss.

[27] Commissione europea, Comunicazione "*Shaping Europe's digital future*", 19 febbraio 2020. In generale, per una panoramica relativa a quello che è stato chiamato anche "attivismo regolatorio europeo" e alle ragioni che avrebbero portato all'ascesa del regime di autoregolamentazione privata e al "ritorno" alla regolazione pubblica si veda G. BUTTARELLI, *La regolazione delle piattaforme digitali: il ruolo delle istituzioni pubbliche*, in *GDA*, 2023, 116 ss.

[28] Regolamento (UE) 2016/679 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 aprile 2016, relativo alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati e che abroga la direttiva 95/46/CE (regolamento generale sulla protezione dei dati).

[29] Regolamento (UE) 2019/1150 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 che promuove equità e trasparenza per gli utenti commerciali dei servizi di intermediazione online.

netrante per il settore digitale ed è emersa una forte tendenza a prevedere soluzioni volte a regolare in maniera uniforme ed "*ex ante*" determinate condotte di grandi operatori del settore, in particolare di quelli che, di fatto, hanno acquisito la capacità di controllare l'evoluzione dei mercati e le condotte di altri soggetti.

Dopo un lungo processo di analisi e di consultazione, il legislatore europeo ha definito un quadro normativo nuovo mediante *(i)* il *Data Governance Act* (regolamento UE 2022/868), che stabilisce le modalità e i termini per un riutilizzo dei dati oggetto di diritti di terzi o detenuti da enti pubblici, fissando, tra l'altro, le condizioni per i servizi di intermediazione nella condivisione dei dati tra imprese [30], e *(ii)* tre regolamenti relativi rispettivamente ai mercati digitali (*Digital Markets Act* – DMA) [31], ai servizi digitali (*Digital Services Act* – DSA) [32] e all'intelligenza artificiale (*Artificial Intelligence Act* – AI Act) [33].

La scelta dello strumento regolamentare è stata dettata principalmente dallo scopo di fornire una disciplina organica per i servizi digitali e definire norme obbligatorie armonizzate direttamente applicabili su tutto il territorio dell'Unione. Per quanto riguarda il criterio territoriale, rileva la sua applicazione particolarmente ampia, tanto è vero che la nuova disciplina regolamentare si applica a qualsiasi soggetto che operi sul territorio dell'Unione e a qualsiasi servizio reso o sistema di intelligenza artificiale commercializzato o utilizzato all'interno del mercato unico, indipendentemente dallo stabilimento del soggetto o dalla origine del servizio o dalla costruzione del prodotto fuori dall'Unione. In tal modo, si è cercato di superare l'asimmetria tra i confini del regolatore e la dimensione globale dei principali soggetti interessati.

Un elemento comune che caratterizza tutti e tre i regolamenti è la previsione di poteri di vigilanza, controllo e sanzione in capo alla Commissione europea e agli Stati membri, sulla base di un'articolazione diversa, però, nell'ambito di applicazione di ciascun regolamento, soprattutto per quanto riguarda i criteri di attribuzione dei poteri sotto il profilo europeo e nazionale [34].

---

[30] Regolamento (UE) 2022/868 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 maggio 2022 relativo alla *governance* europea dei dati e che modifica il regolamento (UE) 2018/1724 (Regolamento sulla *governance* dei dati).

[31] Regolamento (UE) 2022/1925 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 settembre 2022 relativo a mercati equi e contendibili nel settore digitale e che modifica le direttive (UE) 2019/1937 e (UE) 2020/1828 (regolamento sui mercati digitali).

[32] Regolamento (UE) 2022/2065 del Parlamento europeo e del Consiglio del 19 ottobre 2022 relativo a un mercato unico dei servizi digitali e che modifica la direttiva 2000/31/CE (regolamento sui servizi digitali).

[33] Regolamento (UE) 2024/1689 del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 giugno 2024 che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale e modifica i regolamenti (CE) n. 300/2008, (UE) n. 167/2013, (UE) n. 168/2013, (UE) 2018/858, (UE) 2018/1139 e (UE) 2019/2144 e le direttive 2014/90/UE, (UE) 2016/797 e (UE) 2020/1828 (regolamento sull'intelligenza artificiale).

[34] Per una panoramica generale con riferimento al tre regolamenti si veda L. TORCHIA, *I poteri di*

Con il *Digital Services Act*, entrato in vigore il 16 novembre 2022, l'Unione europea si è dotata di un quadro normativo uniforme per gli intermediari *online* [35], assicurando trasparenza e tracciabilità dei contenuti, protezione dei diritti dei consumatori, contrasto della diffusione di contenuti illegali, della manipolazione delle informazioni, della disinformazione *online*. Si prevede poi una differenziazione di previsioni e di interventi della Commissione europea e degli Stati membri. In particolare, la Commissione ha poteri di vigilanza diretta e di esecuzione e, nei casi più gravi, può imporre pesanti ammende, mentre a livello nazionale il Coordinatore dei servizi digitali (l'AGCOM in Italia) è responsabile della vigilanza, dell'applicazione del Regolamento nello Stato membro ed esercita funzioni di coordinamento delle altre autorità nazionali competenti. Inoltre, i destinatari dei servizi digitali possono chiedere un risarcimento per danni o perdite subite a seguito di violazioni ad opera delle piattaforme. La Commissione dispone comunque di poteri esecutivi analoghi a quelli esercitati nell'ambito dei procedimenti antitrust.

Di recente, al fine di intercettare possibili implicazioni dell'intelligenza artificiale per la tutela degli interessi pubblici e dei diritti fondamentali delle persone, è stato adottato anche il regolamento (UE) 2024/1689 del Parlamento europeo e del Consiglio, volto a disciplinare l'immissione sul mercato UE dei sistemi di intelligenza artificiale (IA) sulla base di un approccio *ex ante* in funzione del rischio. L'impostazione adottata è modulare e si articola in divieti assoluti per i sistemi di IA che presentano un rischio inaccettabile, prescrizioni obbligatorie per i sistemi che presentano un elevato rischio e per i modelli di IA con finalità generali, obblighi di trasparenza per i sistemi che interagiscono direttamente con le persone fisiche, sino a giungere alla previsione di codici di condotta e di buone pratiche per contribuire al conseguimento degli obiettivi del regolamento. Per le violazioni si prevedono sanzioni pecuniarie rilevanti, misure restrittive nonché il ritiro dal mercato del sistema di IA nei casi di non conformità. Sotto il profilo dell'*enforcement*, a livello europeo si prevede l'Ufficio per l'IA, che opera a supporto della Commissione nell'attuazione del regolamento nonché nella definizione dell'approccio dell'Unione alle iniziative internazionali in materia di IA e ha compiti specifici riguardanti i modelli GPAI (modelli di IA per finalità generali – *General Purpose AI*), su cui la Commissione ha competenza esclusiva. Il Consiglio europeo per l'IA (*European Artificial Intelligence Board* – EAIB), composto anche da un rappresentante per Stato membro, fornisce consulenza e assistenza alla Commissione e

vigilanza, controllo e sanzionatori nella regolazione europea della trasformazione digitale, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2022, 1101 ss.

[35] Si tratta in sostanza di tutti i servizi digitali che mettono i consumatori in collegamento con beni, servizi o contenuti, tra cui i mercati *online* e i *social network*, delle piattaforme di condivisione dei contenuti e delle piattaforme di viaggio *online* e di alloggi, degli *app store*, dei servizi di *cloud* e *hosting web*, delle piattaforme di economia collaborativa.

agli Stati membri per agevolare l'applicazione del regolamento, mentre un Forum consultivo (con i rappresentanti degli *stakeholder*, l'Agenzia europea per i diritti fondamentali, l'ENISA e gli organismi europei di normazione), svolge un'attività di consulenza, mediante pareri e raccomandazioni, e competenze tecniche al Consiglio per l'IA e alla Commissione. È previsto anche un Gruppo di esperti scientifici indipendenti, selezionati dalla Commissione, che offre consulenza e sostegno sia all'Ufficio per l'IA sia alle autorità di vigilanza del mercato degli Stati membri per il potenziamento delle capacità necessarie all'efficace esecuzione del regolamento. A livello nazionale è richiesto a ciascuno Stato membro di identificare una o più autorità competenti per l'applicazione del regolamento (può trattarsi di autorità già esistenti o autorità di nuova istituzione), tra cui almeno un'autorità di notifica e almeno un'autorità di vigilanza del mercato.

L'AI Act è entrato in vigore il 2 agosto 2024, ma le diverse sezioni del regolamento lo saranno di volta in volta, secondo una scansione temporale improntata a gradualità [36].

Il regolamento su cui si focalizzeranno, però, le riflessioni che seguiranno sotto diversi profili è il *Digital Markets Act* (regolamento UE 2022/1925 o DMA), che segna una svolta rispetto all'approccio consolidato nel diritto della concorrenza, dove le condotte illecite sono accertate e sanzionate *ex post*. Il nuovo regolamento sancisce un articolato assetto normativo e istituzionale che si applica alle grandi piattaforme *online* e vieta pratiche che possano arrecare danno alla concorrenza.

Il modello di *enforcement* adottato dal DMA si caratterizza per un approccio fortemente centralizzato a livello UE, con l'attribuzione di ampi poteri alla Commissione europea di natura investigativa, esecutiva e sanzionatoria. In caso di violazione sistematica degli obblighi imposti, la Commissione può imporre anche rimedi comportamentali o strutturali, nel rispetto del principio di proporzionalità e delle consuete garanzie procedimentali.

La configurazione accentrata di questo sistema di vigilanza è confermata dalle previsioni secondo le quali gli Stati membri devono chiedere alla Commissione di avviare un'indagine nel caso in cui ritengono che un'impresa debba essere designata come *gatekeeper* o sospettano che sussistano violazioni sistematiche di un obbligo regolamentare [37]. Sempre al fine di assicurare l'applicazione coerente del-

[36] L'intero corpo regolamentare entrerà completamente in vigore in tempi piuttosto diluiti e secondo un percorso a tappe così scaglionato: i capi I (Disposizioni generali) e II (Pratiche di IA vietate) si applicano dal 2 febbraio 2025; il capo III, sez. IV (Autorità di notifica e organismi notificati), il capo V (Modelli GPAI), il capo VII (*Governance*) e il capo XII (Sanzioni) si applicano dal 2 agosto 2025; le altre previsioni si applicano dal 2 agosto 2026; per i sistemi IA ad alto rischio che sono componenti di sicurezza di prodotti soggetti a norme UE armonizzate gli obblighi dell'AI Act si applicano dal 2 agosto 2027.

[37] Art. 41, par. 2, reg. UE 2022/1925.

le nuove regole è previsto che gli organi giurisdizionali «non formulano decisioni che siano in contrasto con una decisione adottata dalla Commissione» e che essi evitino «decisioni in contrasto con una decisione contemplata dalla Commissione in procedimenti da essa avviati», disponendo se del caso la sospensione del giudizio nazionale [38]. Tali previsioni costituiscono un elemento di novità perché incidono sul processo giurisdizionale nazionale e infatti anche i giudici, come le autorità nazionali, sono coinvolti nell'obiettivo di assicurare l'applicazione coerente del regolamento, al fine di limitare l'adozione di decisioni in contrasto con quelle della Commissione. A tal proposito, si prevede un flusso informativo continuo fra i giudici nazionali e la Commissione.

È introdotto, dunque, un assetto dei poteri di vigilanza, controllo e sanzione fortemente centralizzato in capo alla Commissione, in misura certamente maggiore rispetto all'assetto oggi vigente per la tutela della disciplina della concorrenza.

La peculiarità del DMA consiste principalmente nella possibilità di adottare misure – sia comportamentali che strutturali – *ex ante* nei confronti delle piattaforme attive nei mercati digitali con un significativo potere di mercato, senza dover accertare alcun illecito. Tali misure sono previste al fine di assicurare mercati equi e contendibili nel settore digitale e per garantire una disciplina uniforme in tutto il territorio europeo, evitando così una frammentazione degli interventi nazionali.

L'insieme delle iniziative legislative delle istituzioni europee in ambito digitale testimonia senz'altro l'esigenza dell'Unione europea di intervenire in un settore complesso e che si evolve velocemente, cercando di recuperare terreno e di "regolare" fenomeni fino a poco tempo fa non specificamente attenzionati, rafforzando la propria voce a livello internazionale, con l'estensione dei suoi poteri di vigilanza e controllo ben oltre i confini territoriali, riconoscendo alla regolazione e al potere pubblico una dimensione globale.

Il DMA, in particolare, è idoneo a determinare inevitabilmente un impatto significativo sulla concorrenza all'interno dei mercati digitali dell'UE, tanto da sollevare questioni relative all'avvio di indagini parallele e sovrapposte e alla potenziale emarginazione degli artt. 101 e 102 T.F.U.E. da quella che è a oggi una parte considerevole dell'economia europea. Dunque, si esaminerà in seguito l'impatto prospettico del nuovo regolamento sull'ambito di applicazione delle tradizionali norme antitrust, le possibili conseguenze per il ruolo delle autorità nazionali garanti della concorrenza e come il rapporto tra DMA e le regole di concorrenza possa incidere anche sul rispetto dei diritti fondamentali, in particolare del diritto a non essere perseguiti o sanzionati due volte per lo stesso reato, sancito dall'art. 50 Carta dei diritti fondamentali dell'UE (principio del *ne bis in idem*).

[38] Art. 39, par. 5, reg. UE 2022/1925.

4. *La relazione tra DMA e norme antitrust.*

L'entrata in vigore del DMA ha sollevato interrogativi urgenti in merito alla sua applicazione, soprattutto in considerazione dei potenziali conflitti con altre norme e, dunque, dell'importanza di garantire, da un lato, la certezza del diritto e, dall'altro, la piena efficacia della normativa che disciplina le condotte dannose delle piattaforme digitali.

In origine, la proposta non affrontava espressamente la questione relativa al rapporto tra le diverse norme, ma successivamente sono state date alcune risposte alle perplessità sollevate in merito alla relazione tra DMA e diritto della concorrenza, in considerazione di diverse previsioni contenute nel regolamento che richiamano – e in alcuni casi sono proprio modellate su – condotte rilevanti sotto il profilo antitrust, soprattutto con riferimento all'abuso di posizione dominante.

In effetti, gran parte degli obblighi stabiliti nel DMA riflettono alcuni precedenti antitrust. Per esempio, può dirsi ispirato al c.d. *self-preferencing* trattato nel caso *Google Shopping* [39] il divieto di garantire un trattamento più favorevole, in termini di posizionamento e relativi indicizzazione e *crawling*, ai propri servizi e prodotti rispetto a quelli analoghi di soggetti terzi e il corrispondente obbligo di applicare condizioni trasparenti, eque e non discriminatorie a tale posizionamento [40]. Sembra inoltre richiamare il caso *Amazon Marketplace* [41] il divieto imposto ai *gatekeeper* di utilizzare, in concorrenza con gli utenti commerciali, dati non accessibili al pubblico da questi generati o forniti [42]. Emerge poi il riferimento al caso *Apple Pay* [43] nell'ambito dell'obbligo di consentire, a titolo gratuito, ai fornitori di servizi e ai fornitori di *hardware*, così come agli utenti commerciali e ai fornitori alternativi di servizi forniti contestualmente o in ausilio ai servizi di piattaforma di base, l'effettiva interoperabilità e l'accesso a tal fine, con le stesse componenti *hardware* e *software* che sono disponibili per i servizi o l'*hardware* forniti dal *gatekeeper* [44]. Anche i casi nazionali *Booking.com* ed *Expedia* [45], oltre a

---

[39] Commissione europea, decisione del 27 giugno 2017, caso *AT.39740, Google Search* (*Shopping*).

[40] Art. 6, par. 5, reg. UE 2022/1925.

[41] Commissione europea, decisione del 20 dicembre 2022, caso *AT.40462*, *Amazon Marketplace*.

[42] Art. 6, par. 2, reg. UE 2022/1925.

[43] Commissione europea, decisione del 11 luglio 2024, caso *AT.40452*, *Apple – Mobile Payments*.

[44] Art. 6, par. 7, reg. UE 2022/1925.

[45] Si veda AGCM, che nel procedimento *I779* ha accolto, con delibera del 21 aprile 2015, gli impegni di *Booking*. Tali impegni sono stati accolti anche dalle autorità francese e svedese: *Autorité de la Concurrence*, decisione n. 15-D-06 del 21 aprile 2015 e *Konkurrensverket*, caso n. 596/2013, decisione del 15 aprile 2015. Si vedano anche *Bundeskartellamt, Hotel Reservation Service* (HRS), caso B 9-66/10, decisione del 5 marzo 2014 e *Bundeskartellamt, Booking*, caso B 9-121/13, decisione del 22 dicembre 2015.

quello dell'indagine della Commissione sugli *e-books* nei confronti di *Amazon* [46] si presentano come fonte di ispirazione per il divieto di impedire agli utenti commerciali di offrire gli stessi prodotti o servizi agli utenti finali attraverso servizi di intermediazione *online* di terzi o mediante il proprio canale di vendita diretta *online* a prezzi o condizioni diversi da quelli offerti attraverso i servizi di intermediazione *online* del *gatekeeper* [47]. Questi sono solo alcuni esempi di previsioni del DMA che ricalcherebbero l'esperienza in materia di diritto della concorrenza e che hanno sollevato dubbi e incertezze sull'effettiva applicazione del regolamento rispetto ai tradizionali strumenti antitrust.

Al riguardo, la stessa Margrethe Vestager, Vicepresidente esecutivo della Commissione europea, in un discorso tenuto a Bruges nel marzo 2022 [48], aveva sottolineato il fatto che l'applicazione del DMA e delle norme antitrust dell'UE fosse complementare e il regolamento non sarebbe stato destinato a sostituire queste ultime. In tal senso, in diversi passaggi del DMA si richiama il principio di complementarità rispetto alle norme antitrust, sottolineando nei considerando e in particolare all'art. 1, par. 6, DMA che si tratta di uno strumento normativo complementare agli artt. 101 e 102 T.F.U.E. e alle corrispondenti norme nazionali sulla concorrenza e che, dunque, non ne pregiudica l'applicazione [49].

Alla luce della decantata natura complementare del DMA e degli artt. 101 e 102 T.F.U.E. [50] emergono sostanzialmente tre questioni. Innanzitutto, sorge la domanda su come tale complementarità si rifletterà nella prassi di applicazione delle autorità garanti della concorrenza. In secondo luogo, poiché la complementarità comprende anche le norme nazionali sulla concorrenza, la questione della relazione di queste con il DMA deve essere affrontata da un punto di vista sostanziale. E infine, da una prospettiva giuridica, la recente giurisprudenza della Corte di Giustizia sul principio del *ne bis in idem* può far luce sulla complementarità del DMA e delle disposizioni antitrust per quanto riguarda i procedimenti paralleli.

---

[46] Commissione europea, decisione del 4 maggio 2017, caso *AT.40153*, *Clausole MFN per gli e-book e questioni correlate*.

[47] Art. 5, par. 3, reg. UE 2022/1925.

[48] Discorso del Vicepresidente esecutivo Margrethe Vestager, *Keynote speech of EVP Vestager at the Global Competition Law Centre annual conference:* "*Competition policy: where we stand and where we're going*", *College of Europe*, Bruges, 2 Marzo 2020, reperibile al seguente indirizzo https://ec.europa.eu.

[49] In merito alla riflessione sul nuovo strumento e sul suo inserimento nel contesto europeo e nazionale si veda M. COLANGELO, *La regolazione ex ante delle piattaforme digitali: analisi e spunti di riflessione sul Regolamento sui mercati digitali*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2023, 415 ss.

[50] Sul carattere complementare delle norme si veda anche V. H.S.E. ROBERTSON, *The Complementary Nature of the Digital Markets Act and Articles 101 and 102 TFEU*, in 12 *J. of Antitrust Enforcement*, 2024, 325 ss., in cui si propone anche una tabella con le principali differenze tra DMA e norme antitrust, e P. LAROUCHE, A. DE STREEL, *The European Digital Markets Act: A Revolution Grounded on Traditions*, in 12 *J. of European Competition Law & Practice*, 2021, 543 ss.

Come già trattato, nel corso del tempo si sono susseguite opinioni diverse sulle intenzioni del legislatore in merito all'introduzione di questo nuovo strumento normativo, ma l'affermazione secondo cui le norme antitrust tradizionali sarebbero insufficienti a contenere lo strapotere dei giganti del *web* appare di dubbia consistenza e si potrebbe dire anche smentita dal fatto che il regolamento si basa molto sull'esperienza antitrust. Sembra dunque piuttosto chiaro che il DMA non intende colmare una lacuna che la normativa sulla concorrenza non potrebbe intercettare e coprire, ma è volto ad affrontare alcune debolezze inerenti all'applicazione delle regole di concorrenza. In effetti, il nuovo strumento normativo, pur prevedendo molti obblighi che si rifanno all'esperienza antitrust, presenta delle novità dettate per esempio dal fatto che in questo caso le previsioni possono essere automaticamente applicate nei confronti di più società, senza peraltro avviare un procedimento istruttorio che, come già ampiamente rappresentato, solleva spesso criticità anche dal punto di vista della durata dello stesso. Inoltre, le disposizioni del DMA non si limitano a vietare il proseguimento di condotte già in parte realizzate, ma a imporre misure positive che devono essere rispettate *ab origine* al fine di rendere i mercati più contendibili. A tal proposito, rileva il considerando 5 del regolamento, che prevede che, sebbene gli artt. 101 e 102 T.F.U.E. si applichino al comportamento dei *gatekeeper*, «l'ambito di applicazione di tali disposizioni è limitato a talune tipologie di potere di mercato, per esempio una posizione dominante in mercati specifici e di comportamento anticoncorrenziale, e la loro applicazione avviene ex post e richiede un'indagine approfondita, caso per caso, di fatti spesso molto complessi. Inoltre, il diritto vigente dell'Unione non affronta, o non affronta in maniera efficace, i problemi per quanto concerne l'efficiente funzionamento del mercato interno, imputabili al comportamento dei gatekeeper che non dispongono necessariamente di una posizione dominante in termini di diritto della concorrenza». Il considerando 5 spiega essenzialmente che gli *standard* probatori che devono essere soddisfatti affinché venga accertata una violazione del diritto della concorrenza sono elevati e che l'intervento avviene solo dopo che un *gatekeeper* ha adottato una condotta dannosa.

Emerge comunque un'intersecazione tra le due normative che solleva questioni in merito a una loro coesistenza o sovrapposizione che hanno costituito negli ultimi tempi aspetti di rilievo nell'analisi delle nuove regole sui mercati digitali.

Alcune previsioni del regolamento sembrano in effetti testimoniare incertezze e qualche incoerenza. Per esempio, il considerando 77, al fine di giustificare possibili future integrazioni del DMA, prevede che questo costituisca «una risposta normativa efficace e globale ai problemi posti dai gatekeeper». Ciò potrebbe far propendere per una scelta del legislatore europeo nel senso dell'autosufficienza (quindi esclusività) della disciplina del DMA ai fini del controllo del potere di mercato dei *gatekeeper*, ma tale conclusione sarebbe eccessivamente affrettata se si leggono altre previsioni del regolamento. Si tenga conto per esempio del considerando 11, che, come si analizzerà meglio in seguito, esplicita la differenza di

scopi perseguiti e di interessi tutelati tra DMA e diritto antitrust.

Il considerando 10 del DMA prevede espressamente che questo mira a integrare l'applicazione del diritto della concorrenza e dovrebbe dunque applicarsi lasciando impregiudicati gli artt. 101 e 102 T.F.U.E., le corrispondenti norme nazionali e le altre norme nazionali in materia di concorrenza. Tuttavia, l'applicazione di queste norme non dovrebbe pregiudicare gli obblighi imposti ai *gatekeeper* ai sensi del DMA e la loro applicazione uniforme ed effettiva nel mercato interno. In tal senso, l'art. 1, par. 5, reg. prevede che gli Stati membri non impongano ulteriori obblighi ai *gatekeeper* per mezzo di leggi, regolamenti o misure amministrative allo scopo di garantire l'equità e la contendibilità dei mercati, fermo restando che nessuna disposizione del DMA impedisce agli Stati membri di imporre obblighi alle imprese, comprese quelle che forniscono servizi di piattaforma di base, per questioni che non rientrano nell'ambito di applicazione del regolamento, purché tali obblighi siano compatibili con il diritto dell'Unione e non derivino dal fatto che le imprese pertinenti hanno lo *status* di *gatekeeper* ai sensi del DMA. L'art. 1, par. 6, reg. prevede poi l'applicazione impregiudicata *(i)* delle norme nazionali in materia di concorrenza, con la precisazione che quelle che vietano forme di comportamento unilaterale possono essere applicate a imprese diverse dai *gatekeeper* o quando impongono ulteriori obblighi a questi ultimi, e *(ii)* del regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio [51] e delle norme nazionali relative al controllo delle concentrazioni.

5. *Regolazione e concorrenza: il DMA costituisce una regolazione settoriale ex ante?*

In primo luogo, rileva sicuramente l'annoso tema della relazione tra regolazione settoriale e diritto generale della concorrenza, oggetto di ampio dibattito in merito a una loro complementarità e non alternatività. Infatti, sin dalla sua formulazione iniziale, ci si è chiesti se il DMA potesse considerarsi uno strumento di regolamentazione settoriale e, se sì, quale fosse il rapporto con le norme poste a tutela della concorrenza. Il rischio paventato da molti consisterebbe in un impatto considerevole del DMA sul quadro giuridico esistente con conseguenti sovrapposizioni con l'applicazione del diritto della concorrenza.

Come noto, nel contesto europeo la prassi e la giurisprudenza appaiono concordi nel riconoscere un rapporto di complementarità tra gli strumenti di regolazione, che opererebbero *ex ante*, in senso prescrittivo, tramite l'imposizione di obblighi positivi agli attori e il controllo su fattori determinanti del settore in que-

[51] Regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio, del 20 gennaio 2004, relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese ("Regolamento comunitario sulle concentrazioni").

stione (quali per esempio l'accesso al mercato e il prezzo) e il diritto della concorrenza, che si applica a tutti i mercati e dunque ha una portata generale e opera *ex post*, laddove si verifichino condotte anticoncorrenziali.

La scelta di una regolazione *ex ante* per i mercati digitali porrebbe comunque il problema di garantire un bilanciamento tra certezza e flessibilità. In particolare, la previsione di obblighi dettagliati si contrappone a un approccio flessibile maggiormente idoneo a una più ampia interpretazione e valutazione delle condotte e a un più agevole adattamento a evoluzioni future, in considerazione del fatto che si tratta di mercati dinamici e in rapido e continuo sviluppo. Inoltre, ove la formulazione di tali obblighi non risulti sufficientemente chiara, nella pratica questo potrebbe minare l'efficacia applicativa del DMA e aprire la strada a controversie giudiziali.

Tenuto conto però degli altri settori sottoposti a regolamentazione, nel DMA appare assente un obiettivo propriamente settoriale, essendo focalizzato su una tipologia di servizi e di operatori piuttosto che su un vero e proprio settore economico. Inoltre, a differenza di quanto avviene tipicamente nel modello di regolazione settoriale, l'implementazione e l'applicazione del DMA sono concentrate a livello dell'Unione e non in ambito nazionale.

Non si può poi tralasciare quanto già analizzato, ossia che nella sostanza alcuni obblighi proposti nel DMA ricalcano la casistica antitrust e dunque appaiono più vicini alle norme di diritto della concorrenza che alla regolamentazione settoriale *ex ante* e semplicemente consentirebbero di "codificare" come regola un risultato che potrebbe essere raggiunto attraverso un potenziale procedimento di applicazione del diritto della concorrenza, saltandone le fasi di indagine.

In considerazione di ciò, si è anche sostenuto che il DMA presentasse una ibridazione degli strumenti strettamente regolatori e di quelli propri della disciplina antitrust [52], dal momento che comprenderebbe un *mix* di rimedi del diritto della concorrenza e strumenti di regolamentazione del mercato al fine di ottenere il risultato di un intervento rapido ed efficace nel settore digitale [53].

6. *DMA e norme antitrust: sussiste un rapporto di specialità oppure finalità e tutela di interessi sono differenti?*

Alla luce di quanto rappresentato sino ad ora, rileverebbe ancor di più la questione relativa al rapporto tra DMA e norme di concorrenza, provando per esem-

[52] Per maggiori dettagli sulla possibilità di qualificare le previsioni del DMA come una disciplina ibrida tra quella antitrust e quella regolatoria si veda L. TORCHIA, (nt. 34), 1101. Si veda altresì A. MANGANELLI, *La proposta di regolamento EU per i mercati digitali: ratio, criticità e prospettive di evoluzione*, in *Merc. conc. reg.*, 2021.

[53] Si veda in tal senso M. LIBERTINI, (nt. 14), 357.

pio a qualificarlo in termini di specialità. Questa ipotesi, in effetti, potrebbe trovare la sua ragion d'essere in alcune previsioni contenute nello stesso regolamento. Si fa riferimento in particolare al considerando 78, che fa salvo il potere della Commissione di aprire procedimenti ai sensi degli artt. 101 o 102 T.F.U.E. «per quanto concerne il comportamento dei gatekeeper che non è contemplato dagli obblighi di cui al presente Regolamento». Sembrerebbe così che la presenza di previsioni espresse del DMA escluderebbe l'applicazione delle norme di concorrenza rispetto alla medesima fattispecie [54].

Per molti la risposta alla coesistenza tra DMA e diritto antitrust sarebbe invece rintracciata nelle dichiarazioni contenute nel regolamento in merito al perseguimento di obiettivi complementari, ma differenti e alla tutela di interessi diversi rispetto alle norme di concorrenza. Il contenuto del considerando 11 ben si salderebbe peraltro con la disposizione contenuta nell'art. 1, par. 6, reg., che non pregiudicherebbe l'applicazione degli artt. 101 e 102 T.F.U.E.; sarebbe dunque esclusa la sussistenza di un rapporto di specialità.

D'altro canto, la finalità dichiarata del DMA è quella di «contribuire al corretto funzionamento del mercato interno stabilendo norme volte a garantire la contendibilità e l'equità per i mercati nel settore digitale in generale e per gli utenti commerciali e gli utenti finali dei servizi di piattaforma di base forniti dai *gatekeeper* in particolare» (considerando 7) [55]. Più esplicitamente, il regolamento persegue «un obiettivo complementare, ma diverso, alla protezione della concorrenza non falsata su un dato mercato», che «consiste nel garantire che i mercati in cui sono presenti gatekeeper siano e rimangano equi e contendibili» (considerando 11) [56].

Le nozioni di contendibilità e di equità, che costituirebbero gli obiettivi del DMA, non sono tuttavia ulteriormente definite nel testo del regolamento e vengono riprese nell'art. 1, par. 1, che esplicita il fine di assicurare «per tutte le imprese che i mercati nel settore digitale nei quali sono presenti gatekeeper siano equi e

---

[54] Sulla configurabilità del DMA come *lex specialis* e più in generale sul rapporto tra il regolamento e le norme di concorrenza si veda anche G. MONTI, *The Digital Markets Act – Institutional Design and Suggestions for Improvement*, in *Discussion Paper* n. 2021-04.

[55] Con riferimento alle finalità del DMA, si veda anche M. MAGGIOLINO, *Is the DMA (Un)fair?*, in 12(2), *J. of Antitrust Enforcement*, luglio 2024, 267. In particolare, il regolamento è equiparato alla morte, che in una poesia citata nell'art. è descritta come uno strumento che garantisce uguaglianza tra individui, sottolineando come le previsioni del DMA mirino non solo a impedire ai *gatekeeper* di aumentare le barriere all'ingresso, ma anche a riequilibrare l'allocazione delle risorse – e dunque a garantire pari opportunità – tra questi e i concorrenti.

[56] Le motivazioni del regolamento probabilmente testimoniano qualche incertezza, nell'*iter* di formazione delle norme, in ordine al rapporto del DMA con le norme generali di concorrenza. Tuttavia, le indicazioni più nette resterebbero quelle ricavabili dal considerando 11, nel senso della differenza di scopi perseguiti e di interessi tutelati fra DMA e diritto antitrust. Si veda in tal senso M. LIBERTINI, (nt. 9), 1069.

contendibili». Senza particolari definizioni, tali obiettivi non possono effettivamente dirsi estranei al diritto della concorrenza e, seguendo questa linea, si potrebbe pervenire anche a un risultato diverso da quello che sembrava fornire una prima lettura del considerando 11, ossia che DMA e norme generali di concorrenza sono sì complementari, ma nel senso che fanno parte di uno stesso sistema, cioè tutelano gli stessi interessi e perseguono gli stessi fini di buon funzionamento del mercato, se pure con impianto organizzativo e rimediale differente.

Secondo tale lettura, gli obiettivi del DMA potrebbero risultare sovrapponibili, o quanto meno interferenti, e non differenti rispetto a quelli del diritto della concorrenza.

Sicuramente, con riferimento alla contendibilità, si è parlato anche del DMA come di una "regolazione pro-concorrenziale", anche alla luce del considerando 107 in cui si precisa che l'obiettivo del regolamento è quello di «garantire l'equità e la contendibilità del settore digitale in generale e dei servizi di piattaforma di base in particolare, nell'ottica di promuovere l'innovazione, l'elevata qualità dei prodotti e dei servizi digitali, prezzi equi e concorrenziali, nonché un'elevata qualità e un'ampia scelta per gli utenti finali nel settore digitale». L'obiettivo sarebbe in sostanza quello di assicurare le dinamiche concorrenziali nei mercati digitali [57].

7. *L'enforcement centralizzato del DMA e il rapporto tra Commissione e Autorità nazionali.*

Un ulteriore interrogativo si è posto sull'*enforcement* "centralizzato" del DMA da parte della Commissione europea che sembra differenziarsi dall'approccio decentralizzato impiegato mediante altri interventi, come il DSA e gli *Artificial Intelligence Act* e *Data Act*, ma che appare in linea con l'obiettivo di promuovere il Mercato Unico Digitale attraverso l'armonizzazione.

Coerentemente con tale approccio, è fatto divieto agli Stati membri di imporre ulteriori obblighi ai *gatekeeper* nell'ambito di applicazione del regolamento e alle autorità nazionali di adottare provvedimenti in contrasto con una decisione assunta dalla Commissione in base alle sue norme (art. 1, par. 7, DMA). Adottando una sorta di soluzione di compromesso tra l'approccio accentratore sulla Commissione e le istanze degli Stati reclamanti uno spazio maggiore per le autorità nazionali, il rapporto tra Commissione e autorità di concorrenza è definito in termini di coope-

[57] Cfr. G. Bruzzone, *Verso il Digital Markets Act: obiettivi, strumenti e architettura istituzionale*, in *Riv. reg. merc.*, 2021, 323, in cui, in risposta a chi sostiene che il DMA non abbia finalità di natura concorrenziale perché trova la sua base giuridica nell'art. 114 T.F.U.E. e non nell'art. 103 T.F.U.E., si evidenzia che la tutela dell'equità e la riduzione delle barriere all'entrata per rafforzare una concorrenza effettiva nei mercati digitali (obiettivo del regolamento) non pregiudicherebbero l'applicazione dell'art. 114.

razione e coordinamento dal regolamento, secondo cui, per evitare sovrapposizioni, alle stesse è richiesto di collaborare e scambiare informazioni sulle rispettive azioni di esecuzione attraverso la rete europea della concorrenza (*European Competition Network*, ECN), senza però chiarire dettagliatamente in cosa si concretizzi tale coordinamento. All'art. 40, par. 5, si prevede l'istituzione di un gruppo ad alto livello di regolatori digitali, il cui scopo è quello di fungere da *forum* per la discussione di «questioni di cooperazione e coordinamento reciproci tra la Commissione e gli Stati membri nelle loro azioni di applicazione della legge».

La Commissione è l'unica autorità cui è conferito il potere di applicare il DMA e le autorità nazionali di concorrenza possono, di propria iniziativa, svolgere nel loro territorio un'indagine su un caso di possibile non conformità agli artt. 5, 6 e 7, previa informativa scritta alla Commissione: in tal caso, ove la Commissione apra un suo procedimento *ex* art. 20, l'azione delle autorità nazionali è preclusa (art. 1, par. 7, artt. 37 e 38 DMA) [58]. Tra le ragioni che avrebbero portato a tale centralizzazione di competenze ci sarebbe il fatto che i soggetti coinvolti sono caratterizzati da dimensioni rilevanti con un'operatività transfrontaliera che determina inevitabilmente un impatto significativo sul mercato interno [59].

L'art. 1, par. 5, DMA prevede che «[g]li Stati membri non impongono ai gatekeeper ulteriori obblighi per mezzo di leggi, regolamenti o disposizioni amministrative allo scopo di garantire l'equità e la contendibilità dei mercati», ma già la seconda parte di tale disposizione introduce un'eccezione, stabilendo che tale obbligo di armonizzazione (e di "non ingerenza" degli Stati membri) «lascia impregiudicate le norme che perseguono altri legittimi interessi pubblici, nel rispetto del diritto dell'Unione» e che «nessuna disposizione [del DMA] impedisce agli Stati membri di imporre, al fine di tutelare i consumatori o di lottare contro atti di concorrenza sleale, obblighi compatibili con il diritto dell'Unione alle imprese, compresi i fornitori di servizi di piattaforma di base, se tali obblighi […] non derivino dal fatto che le imprese pertinenti hanno lo status di gatekeeper […]».

Ciò significa che i *gatekeeper* designati ai sensi dell'art. 3 DMA potrebbero, in astratto, essere destinatari di ulteriori obbligazioni derivanti da un'altra disciplina di livello nazionale applicabile anche a soggetti diversi dai *gatekeeper*.

Alla luce di quanto sopra riportato, non sarebbe dunque preclusa agli Stati membri la possibilità di adottare nuove disposizioni di natura legislativa e/o regolamentare potenzialmente divergenti. Paradossalmente, "centralizzando" l'attività di *enforcement* del DMA a livello della Commissione europea senza limitare o

[58] Si segnala che il 23 luglio 2024 l'AGCM ha adottato con delibera Regolamento sulle forme di collaborazione e cooperazione ai sensi dell'art. 18 della l. 30 dicembre 2023, n. 214.

[59] Si veda in tal senso G. BRUZZONE, (nt. 57), 323, in cui si sottolinea peraltro che soluzioni decentrate comporterebbero inevitabilmente incertezze e frammentazione, in contrasto con l'ambizione della proposta legislativa di contribuire alla realizzazione di un mercato unico integrato nei settori in cui operano le grandi piattaforme.

comunque irrigidire l'attività legislativa degli Stati membri sulle medesime materie (a patto che, idealmente, la nuova normativa trovi applicazione anche per soggetti diversi dai *gatekeeper*), l'effetto ultimo del regolamento potrebbe essere quello di incentivare la proliferazione di legislazioni nazionali parallele, con il risultato di una maggiore frammentazione normativa (che è esattamente ciò che si vuole scongiurare *ab origine*, ponendo come base normativa per l'adozione del DMA proprio l'art. 114 T.F.U.E.) [60]. Si tratta di un "regolamento di confini" che sarà difficile da attuare sul piano applicativo e probabilmente costituirà uno dei punti più controversi.

Si potrebbe infatti assistere a una duplicazione delle azioni di applicazione a livello nazionale e dell'UE, una volta ai sensi dell'art. 102 T.F.U.E. o delle equivalenti norme nazionali e una volta ai sensi del DMA. Tali procedimenti paralleli richiederebbero inevitabilmente uno stretto coordinamento, non solo per garantire che questi strumenti rimangano complementari e che vi sia un'allocazione efficiente delle risorse da parte sia della Commissione europea sia delle autorità di concorrenza nazionali, ma anche per rendere giustizia al principio di *ne bis in idem* come stabilito dalla Corte di Giustizia (si veda *infra*).

8. *L'applicazione del principio di* ne bis in idem *e i potenziali conflitti di competenza.*

Quando si considera la natura complementare del DMA e delle norme antitrust, rileva inevitabilmente il principio di *ne bis in idem*, perché potrebbe configurarsi l'ipotesi di più procedimenti instaurati relativamente a un determinato soggetto e a una specifica condotta.

Il *ne bis in idem* costituisce un principio fondamentale del diritto dell'Unione [61], ormai sancito dall'art. 50 Carta dei diritti fondamentali dell'UE che stabilisce che «[n]essuno può essere perseguito o condannato per un reato per il quale è già stato assolto o condannato nell'Unione a seguito di una sentenza penale definitiva conformemente alla legge». Il principio di *ne bis in idem* vieta quindi un cumulo tanto di procedimenti quanto di sanzioni con natura penale ai sensi del menzionato articolo per gli stessi fatti e nei confronti di una stessa persona. Tale

[60] Si veda in tal senso V. FALCE, M.M.F. FARAONE, *Mercati digitali e DMA: note minime in tema di enforcement*, in *Dir. ind.*, 2022, 5, in cui si ripercorrono alcuni recenti rinvii pregiudiziali sull'applicazione del principio di *ne bis in idem*, a testimonianza dell'attualità del dibattito.

[61] CGUE, 15 ottobre 2002, causa C-238/99 P, *Limburgse Vinyl Maatschappij NV (LVM)*, causa C-244/99 P, *DSM NV e DSM Kunststoffen BV*, causa C-245/99 P, *Montedison SpA*, causa C-247/99 P, *Elf Atochem SA*, causa C-250/99 P, *Degussa AG*, causa C-251/99 P, *Enichem SpA*, causa C-252/99 P, *Wacker-Chemie GmbH* e *Hoechst AG*, causa C-254/99 P, *Imperial Chemical Industries plc (ICI)* v. Commissione, punto 59.

disposizione contiene un diritto corrispondente a quello previsto all'art. 4 del protocollo n. 7 alla Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali, firmata a Roma il 4 novembre 1950. In tal senso, nei limiti in cui la Carta contiene diritti corrispondenti a diritti garantiti da tale Convenzione, l'art. 52, par. 3, Carta prevede che il significato e la portata degli stessi sono uguali a quelli conferiti dalla Convenzione. Si deve quindi tener conto dell'art. 4 del protocollo n. 7 della Convenzione ai fini dell'interpretazione dell'art. 50 della Carta, senza che ciò pregiudichi l'autonomia del diritto dell'Unione e della Corte di giustizia dell'Unione europea [62].

Come noto, l'applicazione dell'art. 50 della Carta non si limita unicamente ai procedimenti e alle sanzioni qualificati come "penali" dal diritto nazionale, bensì comprende – prescindendo da una siffatta qualificazione in diritto interno – procedimenti e sanzioni che devono essere ritenuti dotati di natura penale sul fondamento di determinati criteri (qualificazione giuridica dell'illecito nel diritto nazionale, natura dell'illecito e grado di severità della sanzione). In considerazione, dunque, del fatto che i procedimenti antitrust e quelli delle autorità di regolazione sono volti all'irrogazione di sanzioni amministrative aventi carattere afflittivo, è inevitabile una loro qualificazione penale. Pertanto, il principio di *ne bis in idem* è stato spesso richiamato anche in materia di diritto della concorrenza e con ancor più forza rileva oggi con l'entrata in vigore del DMA, perché la condotta di un *gatekeeper* potrebbe essere suscettibile di azioni esecutive ai sensi sia del nuovo regolamento sia delle norme antitrust e occorre capire se sia possibile eccepire in un caso del genere tale principio.

L'applicazione del principio di *ne bis in idem* è soggetta a una duplice condizione, vale a dire, da un lato, che vi sia una decisione definitiva anteriore (condizione «*bis*») e, dall'altro, che gli stessi fatti siano oggetto tanto della decisione anteriore quanto del procedimento o della decisione successivi (condizione «*idem*»).

Proprio con riferimento a quest'ultima condizione, è utile richiamare la Corte di Giustizia [63], che ha avuto modo di precisare come, oltre all'identità del soggetto, rilevi l'identità di fatti materiali, intendendoli come l'esistenza di un insieme di circostanze concrete inscindibilmente collegate tra loro che hanno condotto all'assoluzione o alla condanna definitiva dell'interessato. L'art. 50 della Carta vieta quindi di infliggere, per fatti identici, più sanzioni di natura penale a seguito di procedimenti differenti svolti a tal fine. Al riguardo, la Corte di Giustizia ha evidenziato che la condizione «*idem*» richiede che i fatti materiali siano identici e non meramente analoghi. L'identità dei fatti materiali deve dunque essere intesa

[62] CGUE (*grande chambre*), 20 marzo 2018, causa C-524/15, *Menci*, punti 23 e 60.

[63] CGUE (*grande chambre*), 22 marzo 2022, causa C-117/20v, *bpost SA v. Autorité belge de la concurrence*, punti 33 e 37; CGUE (*grande chambre*), 20 marzo 2018, causa C-524/15, *Menci*, punto 35; CGUE (*grande chambre*), 20 marzo 2018, causa C-537/16, *Garlsson Real Estate SA, en liquidation e a. v. Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)*, punto 37.

come un insieme di circostanze concrete derivanti da eventi che sono, in sostanza, gli stessi, in quanto coinvolgono lo stesso autore e sono legati tra loro nel tempo e nello spazio [64].

Una limitazione del diritto fondamentale garantito dall'art. 50 della Carta può essere giustificata sulla base dell'art. 52, par. 1, della stessa e, dunque, se sussistono i requisiti di "legalità", perseguimento di una "finalità legittima" e "necessità". La Corte ha ritenuto che la possibilità di cumulare i procedimenti e le sanzioni rispetta il contenuto essenziale dell'art. 50 della Carta, a condizione che la normativa nazionale non consenta di perseguire e di sanzionare i medesimi fatti a titolo dello stesso reato o al fine di perseguire lo stesso obiettivo, ma preveda unicamente la possibilità di un cumulo dei procedimenti e delle sanzioni ai sensi di normative diverse. Nel caso *bpost*, la Corte ha avuto modo di constatare che le due normative in questione perseguissero obiettivi legittimi distinti: la normativa settoriale aveva per oggetto la liberalizzazione del mercato interno dei servizi postali, mentre la legge sulla tutela della concorrenza, nel caso di specie l'art. 102 T.F.U.E., mirava a garantire che la concorrenza non fosse falsata nel mercato interno.

Gli Stati membri, pertanto, possono prevedere un cumulo di procedimenti e sanzioni, ma ciò deve avvenire nel rispetto del principio di proporzionalità, che richiede che il cumulo di procedimenti e di sanzioni previsto dalla normativa nazionale non superi i limiti di quanto idoneo e necessario al conseguimento degli scopi legittimi perseguiti dalla normativa di cui trattasi, fermo restando che, qualora sia possibile una scelta fra più misure appropriate, si deve ricorrere alla meno restrittiva e che gli inconvenienti causati non devono essere sproporzionati rispetto agli scopi perseguiti.

A tal proposito, la Corte di Giustizia ha sottolineato che le autorità pubbliche possono legittimamente optare per risposte giuridiche complementari a determinati comportamenti nocivi per la società mediante diversi procedimenti che formano un insieme coerente in modo da trattare sotto i suoi diversi aspetti il problema sociale in questione, purché tali risposte giuridiche combinate non rappresentino un onere eccessivo per la persona di cui trattasi [65]. Pertanto, il fatto che due procedimenti perseguano obiettivi di interesse generale distinti, che è legittimo tutelare cumulativamente, può essere preso in considerazione, nell'ambito dell'analisi della proporzionalità di un cumulo di procedimenti e di sanzioni, quale fattore diretto a giustificare tale cumulo, a condizione che tali procedimenti siano complementari e che l'onere supplementare rappresentato da detto cumulo possa così essere giustificato dai due obiettivi perseguiti.

Quanto al carattere strettamente necessario di un siffatto cumulo di procedimenti e di sanzioni, occorre valutare se esistano norme chiare e precise che con-

[64] CGUE (*grande chambre*), 22 marzo 2022, causa C-117/20v*, bpost SA v. Autorité belge de la concurrence*.

[65] Corte EDU, 15 novembre 2016, causa *A e B v. Norvegia*, punti 121 e 132.

sentano di prevedere quali atti e quali omissioni possano costituire l'oggetto di un cumulo di procedimenti e di sanzioni nonché il coordinamento tra le diverse autorità, se i due procedimenti siano stati condotti in modo sufficientemente coordinato e ravvicinato nel tempo e se la sanzione eventualmente inflitta in occasione del primo procedimento sul piano cronologico sia stata presa in considerazione al momento della valutazione della seconda sanzione, di modo che gli oneri derivanti, a carico degli interessati, da un cumulo del genere siano limitati a quanto strettamente necessario e che il complesso delle sanzioni imposte corrisponda alla gravità delle infrazioni commesse [66].

Nel caso di applicazione del principio di *ne bis in idem* al diritto della concorrenza, l'elemento dell'"*idem*" non si basa soltanto sul duplice criterio (identità del fatto e identità del soggetto) [67], ma è caratterizzato da un criterio supplementare, ossia l'unicità dell'interesse giuridico tutelato dalle norme di cui si lamenta la violazione [68].

Il criterio aggiuntivo previsto per il diritto della concorrenza ha portato negli anni a interrogarsi sulle ragioni per le quali il principio del divieto di doppia incriminazione in tale settore differisca dal regime applicabile ad altri settori del diritto e sollevando perplessità sulla possibilità che si materializzino procedimenti paralleli e di decisioni finali in tutto sovrapponibili. In tal senso, nel caso *bpost*, nelle sue conclusioni, l'Avvocato Generale Michal Bobek [69] ha sottolineato che l'art. 50 Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea, che sancisce il principio di *ne bis in idem*, debba avere lo stesso contenuto indipendentemente dal settore del diritto dell'Unione a cui esso si applica, salvo quando una specifica disposizione di diritto dell'Unione garantisca espressamente un livello di protezione più elevato. L'Avvocato Generale ha così proposto di allineare le posizioni applicando estensivamente il test basato sui tre criteri (autore, fatti rilevanti e interesse giuridico protetto) derivanti dalla giurisprudenza *Toshiba* a tutti i campi del diritto europeo, estendendo l'approccio specifico applicato nel diritto della concorrenza in una regola generale valida ai fini dell'applicazione del principio di *ne bis in idem* nell'Unione.

---

[66] Si veda in tal senso CGUE (*grande chambre*), 20 marzo 2018, causa C-524/15, *Menci*, punti 49, 52, 53, 55 e 58, nonché Corte EDU, 15 novembre 2016, causa *A e B v. Norvegia*, punti 130-132.

[67] In merito al duplice criterio si veda CGUE, 9 marzo 2006, causa C-436/04, *Van Esbroeck* e CGUE (*grande chambre*), 20 marzo 2018, causa C-524/15, *Menci*.

[68] CGUE, 14 febbraio 2012, causa C-17/10, *Toshiba Corporation e altri c. Úřad pro ochranu hospodářské soutěže*, punto 97; CGUE, 7 gennaio 2004, cause riunite C-204/00 P, *Aalborg Portland A/S*, C-205/00 P, *Irish Cement Ltd*, C-211/00 P, *Ciments français SA*, C-213/00 P, *Italcementi – Fabbriche Riunite Cemento SpA*, C-217/00 P, *Buzzi Unicem SpA* e C-219/00 P, *Cementir – Cementerie del Tirreno SpA* v. *Commissione*, punto 338; CGUE, 29 giugno 2006, causa C-289/04 P, *Showa Denko KK* v. *Commissione*, punto 55.

[69] CGUE, Conclusioni dell'Avvocato Generale Bobek del 2 settembre 2021, causa C-117/20, *bpost SA v. Autorité belge de la concurrence*, punto 122.

Le perplessità sull'applicazione del principio di *ne bis in idem* al diritto della concorrenza risultano ora tutt'altro che sopite con l'entrata in vigore del DMA [70]. È verosimile, infatti, come sopra accennato, l'ipotesi di procedimenti chiusi secondo la disciplina dettata dal DMA e di procedimenti ai sensi del diritto della concorrenza per le medesime condotte: ciò porrebbe problemi di compatibilità con il suddetto principio, che, come ricordato, trova, con riguardo alla tutela della concorrenza, un'applicazione meno rigida rispetto a quanto avviene in materia penale.

Alla luce delle condizioni stabilite dalla recente giurisprudenza ai fini dell'applicazione del principio di *ne bis in idem*, occorre dunque valutare se tali condizioni possano essere soddisfatte nei casi in cui dovessero avviarsi procedimenti ai sensi del DMA e degli artt. 101 e 102 T.F.U.E. (o equivalenti norme nazionali) [71].

Dando per presupposto che la condizione "*bis*" sia soddisfatta (vale a dire che vi sia una precedente decisione definitiva) e che, per quanto riguarda la condizione "*idem*", il trasgressore sia lo stesso, bisognerebbe stabilire se i fatti siano gli stessi e tale valutazione può essere anche particolarmente complessa. La Corte ha sostenuto che i fatti devono essere "identici" e, in base al caso *Nordzucker* [72], ciò deve essere esaminato con riferimento al territorio, al mercato del prodotto rilevante e al periodo durante il quale la condotta in questione ha leso la concorrenza. L'ultimo elemento può essere identificato in maniera agevole. Per quanto riguarda poi il territorio, il procedimento nazionale presumibilmente riguarderebbe il mercato interno e la condizione "*idem*" non sarebbe soddisfatta per i territori di altri Stati membri. Di conseguenza, alla Commissione non sarebbe impedita l'applicazione del DMA in (almeno) quegli altri territori (e forse nel territorio dello Stato membro in cui è stato avviato il primo procedimento, se le condizioni discusse di seguito non sono soddisfatte). Con riferimento, invece, al mercato del prodotto, anche se il DMA non richiede una definizione del mercato del prodotto rilevante, sollevando così interrogativi su come valutare il soddisfacimento di questa condizione, i servizi delle piattaforme digitali (per esempio ricerca *online*, *social network* ecc.) sono stati considerati mercati distinti in alcuni casi antitrust [73]. Di conseguenza, è proba-

[70] In alcuni casi è stato infatti sottolineato che l'entrata in vigore del DMA rafforzerebbe gli argomenti a favore di una riconsiderazione dell'approccio adottato sul tema del principio di *ne bis in idem*. Cfr. per esempio A. ANDREANGELI, *The Digital Markets Act and the enforcement of EU competition law: Some implications for the application of Articles 101 and 102 TFEU in digital markets*, in 43(11) *ECLR*, 2022, 496.

[71] Cfr. anche G. COLANGELO, *The European Digital Markets Act and* Antitrust *Enforcement: A Liaison Dangereuse*, in 47 *European L. Rev.*, 2022, 597 in cui si riprendono alcuni casi come esempio delle questioni sorte in merito all'applicazione del DMA e delle regole di concorrenza.

[72] CGUE (*grande chambre*), 22 marzo 2022, causa C-151/20, *Bundeswettbewerbsbehörde v. Nordzucker AG*, punto 41.

[73] Cfr. la decisione del Bundeskartellamt del 6 febbraio 2019, B6-22/16 – *Facebook, Exploitative business terms pursuant to Section 19(1) GWB for inadequate data processing*. Si veda inoltre

bile che la definizione del mercato del prodotto nei procedimenti nazionali rifletta il servizio della piattaforma che rientra nell'ambito del DMA. Tuttavia, ciò potrebbe non verificarsi sempre e un mercato del prodotto in una decisione antitrust potrebbe essere stato definito in modo più restrittivo. Per esempio, l'espressione «servizi di intermediazione online» prevista dal DMA è abbastanza generica e ampia da poter coprire un'ampia gamma di piattaforme, che vanno dagli *app store* ai siti *web* di prenotazione, che potrebbero non appartenere allo stesso mercato dal punto di vista del diritto della concorrenza. Se si seguisse un approccio rigoroso, si potrebbe sostenere che, nella misura in cui il mercato del prodotto non corrisponde alla definizione del servizio della piattaforma prevista dal DMA, il *ne bis in idem* nemmeno si attiverebbe e sarebbe possibile assistere a procedimenti duplicati [74].

A ogni modo, una volta individuata e soddisfatta la condizione "*idem*" si dovrebbe valutare l'applicabilità dell'art. 52, par. 1, Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea.

Alla luce della recente giurisprudenza della Corte di Giustizia, si può affermare che un *gatekeeper* può essere sottoposto a procedimenti paralleli ai sensi del DMA e delle norme antitrust per una stessa condotta laddove: *(i)* i procedimenti paralleli siano previsti dalla legge, *(ii)* si perseguano obiettivi e finalità complementari e *(iii)* sia salvaguardato il principio di proporzionalità.

Come ricordato in precedenza l'art. 1, par. 6, DMA prevede che il regolamento non precluda l'applicazione parallela delle norme antitrust. Dunque, il requisito *(i)* è rispettato. Per quanto riguarda il requisito *(ii)*, il DMA sottolinea la sua natura complementare rispetto alle norme antitrust, prevedendo al considerando 10 che il regolamento «mira a integrare l'applicazione del diritto della concorrenza». Il DMA sarebbe volto a salvaguardare la contendibilità e l'equità dei mercati delle piattaforme digitali e le norme antitrust mirerebbero a prevenire accordi anticoncorrenziali e l'abuso del potere di mercato, a beneficio della concorrenza e dei consumatori. Per molti, tale natura complementare sarebbe ulteriormente rafforzata dal fatto che il diritto del mercato interno (art. 114 T.F.U.E.) funge da base giuridica del DMA, a differenza dell'art. 103 T.F.U.E. sulle disposizioni relative al diritto della concorrenza [75].

Per quanto riguarda il principio di proporzionalità di cui al punto *(iii)*, la Corte ha stabilito che devono essere soddisfatti tre requisiti per far sì che sia rispettato tale principio: *(a)* l'esistenza di norme chiare e precise che consentano di prevedere quale condotta potrebbe essere soggetta a una duplicazione di procedimenti e sanzioni; *(b)* che i procedimenti paralleli siano sufficientemente coordinati e si

---

anche Commissione europea, decisione del 27 giugno 2017, caso *AT.39740, Google Search (Shopping)*, punto 154.

[74] Si veda in tal senso K. BANIA, *Fitting the Digital Markets Act in the existing legal framework: the myth of the "without prejudice" clause*, in 19(1) *European Competition J.*, 2023, 116.

[75] Si veda G. BRUZZONE, (nt. 57), 323.

svolgano entro un lasso temporale ravvicinato; *(c)* che la sanzione imposta nei precedenti procedimenti venga presa in considerazione nei procedimenti successivi.

Per quanto riguarda il requisito di cui alla lettera *(a)*, i *gatekeeper* sanno quali delle loro condotte possono essere soggette ad applicazione sia ai sensi del DMA che delle norme sulla concorrenza. Con riferimento alla lettera *(b)*, le previsioni di cui all'art. 38 DMA consentirebbero questo coordinamento, in particolare tramite l'affidamento all'*European Competition Network*. Infine, per quanto riguarda il requisito *(c)*, spetterà alle autorità coinvolte garantire che una sanzione precedente venga presa in considerazione in base alle linee guida per le sanzioni. In tal senso, si potrebbero prevedere norme vincolanti per tenere conto delle sanzioni precedenti o anche aggiornare sia le linee guida della Commissione europea sulla determinazione delle sanzioni sia le equivalenti linee guida nazionali.

In generale, comunque, l'approccio concorrenziale permane, ma sono altrettanto evidenti le incursioni "regolatorie" e sembrano residuare alcuni coni d'ombra in materia di competenza che si tenta di superare facendo riferimento a meccanismi cooperativi che dovranno necessariamente rivelarsi efficaci, anche perché le autorità dovranno muoversi in contesti inesplorati, mettendo a dura prova i loro poteri.

9. *I primi interventi applicativi del DMA.*

Una volta analizzati i principali profili sollevati con l'entrata in vigore del DMA, può essere utile esaminare i primi interventi della Commissione in tale contesto al fine di comprendere meglio l'effettiva applicazione del regolamento e la rispondenza dei risultati conseguiti rispetto alle aspettative.

La prima fase di designazione sulla base del DMA è stata sostanzialmente completata e, presumibilmente, nei prossimi anni l'elenco dei *gatekeeper* dovrebbe rimanere stabile. In particolare, la Commissione ha completato una prima serie di designazioni nel settembre 2023 nei confronti di *Alphabet*, *Amazon*, *Apple*, *ByteDance* (nota con *TikTok*), *Meta*, *Microsoft*, individuando 22 servizi da questi forniti come *core platform services* (di seguito anche "servizi di piattaforma di base" o "SPB"), per poi dichiarare, nell'aprile 2024, come *gatekeeper Apple* in un ulteriore SPB (iPadOS) e designare, nel maggio 2024, come settimo *gatekeeper Booking*.

Le imprese interessate hanno peraltro potuto presentare argomentazioni per dimostrare che non avrebbero dovuto essere designate come *gatekeeper* ai sensi dell'art. 3, par. 5, DMA. Delle dieci confutazioni ricevute [76] nell'ambito della

[76] La Commissione ha ricevuto confutazioni da *Alphabet* in merito al suo servizio di comunicazione interpersonale indipendente dal numero (N-IICS) *Gmail*, da *Apple* in merito al suo servizio di comunicazione interpersonale indipendente dal numero *iMessage*, da *ByteDance* in merito al

prima fase di notifiche, la Commissione ne ha accettate tre [77], respinte altre tre [78] e ha ritenuto che quattro confutazioni fossero sufficientemente fondate da indurla ad avviare indagini di mercato per valutare ulteriormente le argomentazioni in esse contenute [79].

Sin da subito non sono mancate pronunce delle Corti europee sull'applicazione del DMA. Ne è un esempio l'ordinanza del Tribunale del 9 febbraio 2024 con cui è stata respinta la richiesta di *ByteDance* di sospendere l'esecuzione della decisione con cui la Commissione l'ha designata come *gatekeeper*, riconducendo il servizio di piattaforma di base nella categoria di "servizi di social network online" e rilevando il raggiungimento delle soglie di cui all'art. 3 DMA. Infatti, nel novembre 2023, *Bytedance* ha presentato ricorso per l'annullamento della decisione davanti al Tribunale, con una istanza urgente di adozione di misure cautelari al fine di sospenderne l'esecuzione, con particolare riferimento agli obblighi di cui agli artt. 5, 6 e 15 DMA. Il Tribunale è successivamente intervenuto anche in merito al giudizio principale, rigettando il ricorso di *ByteDance* con sentenza del 17 luglio 2024. È stata infatti confermata la decisione della Commissione in merito alla designazione come *gatekeeper* della società, evidenziando peraltro come quest'ultima sia cresciuta in maniera esponenziale nell'UE, nonostante i pochi anni di attività, e anche soltanto per tale ragione non può essere accolta l'eccezione circa l'irrilevanza di *ByteDance* nel mercato di riferimento [80].

Analoghi ricorsi sono stati presentati da *Meta* e da *Apple*. In particolare, *Meta* ha presentato ricorso contro la designazione del "servizio di comunicazione interpersonale indipendente dal numero" *Messenger* e dei "servizi di intermediazione *online*" *Marketplace* come punti di accesso importanti affinché gli utenti com-

---

suo servizio di *social network online* (notificato da ByteDance come servizio di piattaforma per la condivisione di video) *TikTok*, da *Meta* in merito al suo servizio di comunicazione interpersonale indipendente dal numero *Messenger* e al suo servizio di intermediazione *online Marketplace*, da *Microsoft* in merito al suo servizio di comunicazione interpersonale indipendente dal numero *Outlook*, al suo servizio pubblicitario *online Microsoft Advertising*, al suo motore di ricerca *online* Bing e al suo *browser web* Edge, e da *Samsung* in merito al suo *browser web Samsung Internet Browser* (SIB).

[77] La Commissione ha accolto le confutazioni presentate da *Alphabet* riguardo a *Gmail*, da *Microsoft* riguardo a *Outlook* e da Samsung riguardo al *browser web* SIB.

[78] La Commissione ha respinto *in toto* le confutazioni presentate da *ByteDance* riguardo a *TikTok* e da *Meta* riguardo a *Messenger* e *Marketplace*.

[79] La Commissione ha avviato indagini di mercato per *iMessage* di *Apple* e per *Bing*, *Microsoft Advertising* ed *Edge* di *Microsoft*. Dopo un'attenta valutazione di tutti gli argomenti delle imprese interessate, tenendo conto del loro contributo e dopo aver ascoltato il *Digital Markets Advisory Committee*, la Commissione ha ritenuto che *iMessage*, *Bing*, *Edge* e *Microsoft Advertising* non fossero qualificabili come servizi di *gatekeeper* e ha così chiuso le indagini il 12 febbraio 2024.

[80] Tribunale, 17 luglio 2024, Causa *T-1077/23, Bytedance Ltd v. Commissione europea*. Si veda altresì l'Ordinanza del presidente del Tribunale del 9 febbraio 2024, Causa *T-1077/23 R, Bytedance Ltd v. Commissione europea*.

merciali raggiungano gli utenti finali [81]. Al riguardo, si segnala che già in fase di confutazione (dunque prima della decisione di designazione), contrariamente alle argomentazioni addotte da *Meta*, la Commissione ha ritenuto che *(i) Messenger* sia un servizio di piattaforma di base inteso come "servizio di comunicazione interpersonale indipendente dal numero" autonomo che non può essere considerato soltanto come la funzione *chat* del servizio di piattaforma di base di *social network online Facebook* e che *(ii) Marketplace* abbia utenti commerciali e che quindi costituisca anche un servizio di intermediazione *online* tra imprese e consumatori. *Apple*, invece, ha presentato ricorso contro la decisione di designazione come *gatekeeper* su specifici servizi [82] e contro la decisione di avviare un'indagine di mercato in relazione a *iMessage* [83].

Non solo. Nell'ottica di perseguire determinate condotte dei giganti del *web* in maniera rapida ed efficace, motivo per cui è sostanzialmente entrato in vigore il DMA, lo scorso 25 marzo la Commissione ha avviato le prime procedure istruttorie nei confronti dei *gatekeeper* designati, che dal 7 marzo 2024 avrebbero dovuto conformarsi alle previsioni del regolamento, ritenendo che determinate attività descritte dagli stessi negli appositi *report* di *compliance* presentati nel mese di marzo potrebbero risultare in violazione delle previsioni del regolamento. In particolare, la Commissione contesta ad *Alphabet* e *Apple* l'adozione di norme di *steering* con riferimento alle applicazioni per la vendita di altre applicazioni, in quanto per esempio l'inserimento di *link* esterni e il loro utilizzo da parte degli utenti potrebbe essere subordinato al pagamento di una commissione. Al riguardo, l'art. 5, par. 4, DMA prevede che il *gatekeeper* consenta gratuitamente agli utenti commerciali di comunicare e promuovere offerte agli utenti finali anche attraverso canali diversi dal proprio servizio di piattaforma di base e di stipulare contratti con tali utenti finali a prescindere dal fatto che si avvalgano dei servizi di piattaforma di base del *gatekeeper*. Al riguardo, le misure adottate dai due operatori potrebbero non essere pienamente conformi, imponendo restrizioni e limitazioni [84].

---

[81] Ricorso proposto il 15 novembre 2023, Causa *T-1078/23*, *Meta Platforms v. Commissione*.

[82] Ricorso proposto il 16 novembre 2023, Causa *T-1080/23*, *Apple v. Commissione*. In particolare, *Apple* contesta la qualifica del sistema operativo iOS come un punto di accesso importante affinché gli utenti commerciali raggiungano gli utenti finali con la conseguente imposizione dell'obbligo di interoperabilità di cui all'art. 6, par. 7, DMA, contesta la qualifica di servizio di intermediazione online dell'*App Store Apple* come un singolo servizio di PSB e, ancora, ritiene che la Commissione abbia errato nel concludere che *iMessage* sia un servizio di comunicazione interpersonale indipendente dal numero.

[83] Ricorso proposto il 16 novembre 2023, Causa *T-1079/23*, *Apple v. Commissione*. *Apple* sostiene che *iMessage* non sia un servizio di comunicazione interpersonale indipendente dal numero e, pertanto, chiede l'annullamento – per questa parte – della decisione della Commissione di avvio di un'indagine di mercato ai sensi degli artt. 16 e 17, par. 3, DMA.

[84] Il 24 giugno 2024, la Commissione europea ha informato *Apple* delle conclusioni preliminari in base alle quali le sue regole relative all'*App Store* violano il *Digital Markets Act*, in quanto impediscono agli sviluppatori di app di indirizzare liberamente i consumatori verso canali alternativi per

Ancora, ad *Alphabet* si contesta l'adozione di misure relative al *self-preferencing* (per esempio con riferimento a *Google Shopping*, *Google Flights*, *Google Hotels*) nei risultati del proprio motore di ricerca. Infatti, la Commissione teme che non sia garantito un trattamento equo e non discriminatorio ai servizi di terze parti presenti sulle pagine di risultati di ricerca di Google e che dunque le misure adottate non eliminino i profili attenzionati non solo dall'art. 6, par. 5, DMA, che prevede che il *gatekeeper* «… non garantisce un trattamento più favorevole, in termini di posizionamento e relativi indicizzazione e *crawling*, ai servizi e prodotti offerti dal *gatekeeper* stesso …», ma anche dalle precedenti decisioni della stessa Commissione sul tema. Nei confronti di *Apple*, invece, si è avviata un'istruttoria anche in virtù di quanto previsto dall'art. 6, par. 3, reg. che prevede, tra l'altro, l'obbligo per i *gatekeeper* di consentire «… agli utenti finali di disinstallare con facilità qualsiasi applicazione software presente nel sistema operativo del gatekeeper, fatta salva la possibilità per tale gatekeeper di limitare tale disinstallazione in relazione alle applicazioni software essenziali per il funzionamento del sistema operativo o del dispositivo …». Dal *report* trasmesso da *Apple* non sembra pienamente riconosciuta agli utenti la libertà di scelta con riferimento alle applicazioni del sistema operativo. Infine, la Commissione ha avviato un procedimento contro *Meta* per verificare se il sistema "*pay or consent*" recentemente introdotto sia conforme all'art. 5, par. 2, DMA, che prevede il divieto per i *gatekeeper* di «combinare dati personali provenienti dal pertinente servizio di piattaforma di base con dati personali provenienti da altri servizi di piattaforma di base o da eventuali ulteriori servizi forniti dal gatekeeper o con dati personali provenienti da servizi di terzi», a meno che sia stata presentata all'utente finale la scelta specifica e quest'ultimo abbia prestato il proprio consenso a ciò, ai sensi del GDPR. La Commissione, in questo caso, teme che la possibilità di scelta fornita all'utente possa non rispondere a un'effettiva libertà del consenso prestato dall'utente, che deve decidere se prestare il proprio consenso al trattamento dei dati personali oppure avere accesso a una versione "*ads free*" della piattaforma di *social network*, dietro il pagamento di un compenso [85].

Il 24 giugno 2024, la Commissione ha avviato un'ulteriore procedura di non conformità contro *Apple* in ragione del fatto che i nuovi obblighi contrattuali per gli sviluppatori terzi di *app* e gli *app store* di terze parti, tra cui la nuova "*Core Technology Fee*" (commissione per le tecnologie di base) di *Apple*, potrebbero non garantire l'effettiva osservanza degli obblighi sanciti dal regolamento sui mercati digitali.

---

offerte e contenuti. *Apple* ha ora la possibilità di esercitare i propri diritti di difesa esaminando i documenti del fascicolo di indagine della Commissione e rispondendo per iscritto alle conclusioni preliminari della Commissione.

[85] Il 1° luglio 2024, la Commissione ha informato *Meta* delle sue conclusioni preliminari secondo cui il suo modello "*pay or consent*" non è conforme al DMA.

Le istruttorie avviate dovranno concludersi entro il termine di 12 mesi dall'avvio e la Commissione potrebbe anche imporre ai *gatekeeper* una sanzione pecuniaria fino al 10% del fatturato dell'ultimo esercizio finanziario [86].

Sarà interessante analizzare la posizione dei *gatekeeper* coinvolti e, soprattutto, verificare se gli esiti di tali procedure ai sensi del DMA confermeranno quelli dei procedimenti antitrust avviati in passato su temi analoghi dalla stessa Commissione o dalle autorità nazionali competenti.

In questi primi mesi di applicazione del regolamento sui mercati digitali, sembra comunque emergere *ab origine* la difficoltà degli stessi operatori a intercettare quanto richiesto dalla Commissione, dal momento che il DMA non prescrive le modalità specifiche mediante le quali vorrebbe che i *gatekeeper* rispettino le sue previsioni, rimettendo di fatto tale decisione alle imprese.

A tal proposito, rileva però l'art. 8, par. 2, DMA, che prevede per la Commissione, di propria iniziativa o su richiesta di un *gatekeeper*, la facoltà di aprire un procedimento e «adottare un atto di esecuzione che specifica le misure che il gatekeeper interessato deve attuare per garantire un'osservanza effettiva degli obblighi di cui agli articoli 6 e 7». Ebbene, proprio lo scorso 19 settembre la Commissione europea ha avviato due procedimenti per aiutare *Apple* a rispettare i suoi obblighi di interoperabilità ai sensi dell'art. 6, par. 7, DMA. Si tratta sostanzialmente di procedimenti caratterizzati da quello che potremmo chiamare "dialogo regolatorio" tra la Commissione e i *gatekeeper*.

In considerazione delle diverse attività svolte sin da subito dalla Commissione, è possibile comunque effettuare alcune prime valutazioni di merito sull'applicazione del DMA, anche al fine di meglio comprendere le differenze tra il regolamento e le tradizionali norme del diritto della concorrenza.

Come già rappresentato in precedenza, l'esigenza di prevedere il DMA è stata dettata soprattutto dalla complessità e dalla lungaggine dei tradizionali procedimenti antitrust nell'ambito dei quali la prima valutazione da effettuare consiste nella definizione del mercato. Come noto, si tratta di un'analisi che deve essere svolta in maniera accurata e approfondita sulla base della quale deve essere poi accertato l'illecito antitrust. Ebbene, con il DMA si è pensato di superare tale complessità rendendo agevole l'individuazione dei *gatekeeper* – e conseguentemente anche delle loro eventuali violazioni rispetto alle previsioni del regolamento – con la classificazione dei servizi di piattaforma di base – come definiti all'art.

[86] La Commissione ha inoltre adottato misure investigative per raccogliere informazioni in merito *(i)* alla nuova struttura tariffaria di *Apple* per *app store* alternativi in virtù dell'art. 6, par. 4, DMA e *(ii)* alle pratiche di classificazione di *Amazon* sul suo *marketplace* per un'eventuale violazione dell'art. 6, par. 5, DMA. Infine, la Commissione ha ordinato ad *Alphabet, Amazon, Apple, Meta* e *Microsoft* di conservare i documenti che potrebbero essere utilizzati per valutare l'effettiva conformità agli obblighi del regolamento e, ai sensi dell'art. 7, par. 3, DMA e a seguito di una richiesta motivata di *Meta*, ha concesso a questa una proroga di sei mesi per conformarsi all'obbligo di interoperabilità (art. 7 DMA) con riferimento a *Facebook Messenger*.

2 reg. – ai quali ricondurre gli specifici servizi degli operatori da designare. La velocità è ulteriormente garantita da un approccio proattivo che pone l'onere iniziale sul potenziale *gatekeeper*, che, infatti, se soddisfa le soglie, deve notificarlo alla Commissione europea. Questa, sulla base delle informazioni ricevute, designa l'impresa come *gatekeeper* nell'ambito di un "processo di designazione rapido", come precisato nel considerando 16 del DMA.

Per rispondere a una maggiore efficienza procedurale sono state fissate a monte delle soglie quantitative, così da superare anche il concetto di posizione dominante del diritto della concorrenza, ma riprendendo comunque un elemento che non è del tutto estraneo alla normativa antitrust. Basti pensare alle soglie fissate per il controllo sulle operazioni di concentrazione in cui la velocità di intervento è fondamentale.

Tali soglie fissate nel DMA potrebbero risultare caratterizzate da una scarsa flessibilità, ma è pur vero che questa sembra essere in qualche modo compensata dalla possibilità per la Commissione di avviare indagini di mercato. In generale, comunque, al fine di designare un *gatekeeper* è necessario effettuare delle valutazioni di merito: per prima cosa occorre definire in maniera precisa ogni servizio di piattaforma di base o SPB, poi è necessario applicare il principio di neutralità del dispositivo e identificare i servizi che rientrano in un SPB tenuto conto dell'interazione degli utenti commerciali e finali con tali servizi.

Il processo appena descritto, che potrebbe *prima facie* sembrare veloce, in realtà deve fare i conti con le confutazioni rappresentate dalle imprese destinatarie delle decisioni di designazione [87]. Infatti, un potenziale *gatekeeper* può sostenere che il suo servizio non costituisca un SPB e, laddove al contrario si dovesse confermare la riconducibilità del servizio a un SPB, potrebbe sollevare questioni in merito all'individuazione della corretta categoria di SPB. Per quanto riguarda la prima ipotesi, effettivamente *Microsoft* ha ritenuto che il suo servizio di posta elettronica *Outlook.com* non costituisse un "servizio di comunicazione interpersonale indipendenti dal numero" ai sensi de DMA, a differenza di quanto ha poi deciso la Commissione. Ancora, con riferimento alla seconda tipologia di confutazione, si può ricordare *ByteDance*, che ha notificato *TikTok* come servizio di condivisione di video (dunque come un servizio che fornisce programmi o video generati dagli utenti per informare, intrattenere o educare), mentre la Commissione, pur non negando il fatto che *TikTok* rispondesse a tale definizione, ha ritenuto di doverlo classificare come un "servizio di *social network online*", ossia «una piat-

[87] Il considerando 23 del DMA prevede che «un'impresa che fornisce servizi di piattaforma di base dovrebbe, in circostanze eccezionali, poter confutare la presunzione secondo cui l'impresa ha un impatto significativo sul mercato interno dimostrando che, sebbene raggiunga le soglie quantitative definite nel presente regolamento, non soddisfa i requisiti per essere designata come gatekeeper». Tale eccezionalità non sembra tuttavia riscontrata sin dai primi processi di designazione, che sono stati caratterizzati da tutta una serie di confutazioni da parte delle imprese interessate.

taforma che consente agli utenti finali di entrare in contatto e comunicare gli uni con gli altri, condividere contenuti e scoprire altri utenti e contenuti su molteplici dispositivi e, in particolare, attraverso chat, post, video e raccomandazioni». In fase di designazione è dunque emersa la questione su quale categoria scegliere, anche perché *ByteDance* sosteneva che lo scopo primario del servizio fosse quello di fornire agli utenti video di breve durata sulla base dei loro interessi e per argomentare la tesi ha ripreso alcuni precedenti antitrust in termini di definizione del mercato rilevante [88]. La Commissione ha comunque optato per la classificazione come servizio di *social network online*, in quanto rifletterebbe meglio le caratteristiche e le funzionalità di *TikTok* e non ha considerato i precedenti in materia di diritto della concorrenza.

Anche *Meta* si è trovata a confutare, in fase di designazione, la riconducibilità di *Messenger* alla categoria di SPB "servizio di comunicazione interpersonale indipendenti dal numero", ritenendo al contrario che quel servizio fosse soltanto accessorio al servizio di *social network Facebook*. Le sue considerazioni non sono state però accolte, tant'è vero che la Commissione ha qualificato *Messenger* come un servizio autonomo a tutti gli effetti, in quanto sarebbe utilizzato indipendentemente dal fatto che gli utenti finali utilizzino anche *Facebook*, per esempio quando *Messenger* è utilizzato tramite un'applicazione separata o con un *account Facebook* disattivato. Per la Commissione, infatti, non rileverebbe il fatto che *Messenger* si basa sull'*ID Facebook* per connettere tra loro gli utenti di *Messenger*. Anzi, tale integrazione solleverebbe ulteriori profili di barriere all'ingresso e a tal proposito la Commissione si richiama il considerando 64 del preambolo del DMA che riconosce che «i gatekeeper forniscono spesso servizi di comunicazione interpersonale indipendenti dal numero nell'ambito del loro ecosistema di piattaforme, e questo accentua ulteriormente le barriere all'ingresso per i fornitori alternativi di tali servizi e aumenta, per gli utenti finali, i costi del passaggio ad altri fornitori». Nella sua decisione di designazione la Commissione ha peraltro considerato come distinto tale servizio da WhatsApp, richiamando anche alcuni *report* pubblici secondo cui *Messenger* è il secondo servizio di messaggistica più utilizzato dopo *WhatsApp* o addirittura il più utilizzato in alcuni Stati membri, senza dare ulteriori spiegazioni di dettaglio.

In generale, nei primi mesi di applicazione del DMA si è riscontrato come, alla luce della previsione secondo cui sono i potenziali *gatekeeper* a notificare il raggiungimento delle soglie stabilite dall'art. 3, par. 2, DMA e a dare informazioni sui propri servizi e tenuto conto dei diversi obblighi del regolamento che riguar-

[88] Si veda in tal senso F. Bostoen, G. Monti, *The Rhyme and Reason of Gatekeeper Designation under the Digital Markets Act*, in *TILEC Discussion Paper* n. 2024-16, reperibile ai seguenti indirizzi: https://ssrn.com oppure http://dx.doi.org. In particolare, si evidenzia come tali precedenti non siano stati citati nella decisione della Commissione, ma si può pensare per esempio alla decisione del *Bundeskartellamt* del 2022, in cui l'autorità ha affermato che i servizi come *TikTok* non fanno parte del mercato dei *social network* (*Bundeskartellamt*, Caso *B6-27/21*, Provvedimento nei confronti di *Meta*, 2 maggio 2022, par. 152).

dano specifici servizi di piattaforma di base, possa esservi il rischio di un'implementazione – da parte degli operatori interessati – di descrizioni "strategiche" volte a delineare e classificare in proprio favore i servizi offerti. Per esempio, un potenziale *gatekeeper* potrebbe circoscrivere in maniera molto stringente i servizi, così da non raggiungere le soglie stabilite, oppure potrebbe far rientrare più servizi in una categoria molto ampia al fine di non intercettare specifici obblighi relativi a determinati servizi (come quelli relativi all'accesso e all'interoperabilità). Si tratta a ben vedere di informazioni e dati che, una volta trasmessi, determinano in capo alla Commissione il compito di svolgere analisi anche approfondite relativamente alle funzionalità e caratteristiche dei servizi nonché dell'uso che ne fanno gli utenti commerciali e finali, anche perché l'ipotesi di ricorso – come peraltro avvenuto da parte di *ByteDance*, *Meta* e *Apple* – è concreta.

Ecco, quindi, che, pur in presenza del considerando 23 del DMA, secondo cui «non dovrebbero essere prese in considerazione giustificazioni per motivi economici basate sulla definizione del mercato […], poiché non sono pertinenti per la designazione come gatekeeper», sembrano emergere, in tale contesto, analogie rispetto alle valutazioni proprie del diritto della concorrenza nell'ambito dei procedimenti avviati dalla Commissione europea o dalle autorità nazionali competenti. Si potrebbe quasi affermare che un processo analogo a quello della definizione del mercato sembrerebbe di fatto implementato anche per le decisioni di designazione e conseguentemente per le procedure instaurate in caso di presunta violazione delle previsioni del DMA.

In generale, una volta chiusa la fase di designazione, al fine di fornire rimedi efficaci e non rendere nulli gli sforzi fatti a livello normativo fino ad ora e al contempo non dimostrare l'incapacità del regolamento di apportare un valore aggiunto rispetto all'applicazione delle tradizionali regole del diritto della concorrenza, è importante che la Commissione intervenga prontamente in caso di presunte violazioni delle previsioni del DMA da parte dei *gatekeeper*, come sembra peraltro aver fatto già in questi primi mesi di applicazione del regolamento.

Le attività della Commissione sono peraltro avvantaggiate dalla presenza di obblighi e divieti espressamente fissati nel DMA che non rendono necessaria la dimostrazione di un danno significativo alla concorrenza, a differenza di quanto richiesto nell'applicazione del diritto antitrust. Ciò che conta è la prova della violazione di quella determinata previsione rispetto alla quale il *gatekeeper*, con riferimento allo specifico servizio in esame, avrebbe dovuto conformarsi.

10. *Considerazioni finali sulle possibili evoluzioni del rapporto tra DMA e norme antitrust.*

Sono state ripercorse le tappe che hanno portato all'intervento regolatore nel settore digitale, partendo dal decennio precedente in cui le autorità si sono attivate

in via residuale per valutare determinate condotte adottate sul mercato in questione, non tanto per il fatto che le norme a tutela della concorrenza sarebbero state limitate a specifici mercati e a specifiche pratiche (considerando 5 del DMA), quanto per la scelta di non intervenire nella convinzione della piena apertura dei mercati digitali ("*competiton is a click away*"). In sostanza, è stato per diverso tempo apprezzato il dinamismo concorrenziale introdotto dalla crescita dei grandi operatori digitali come un successo dell'economia di mercato, meritevole come tale di assecondamento. Inoltre, in USA e Cina sono state implementate politiche di *self-restraint* con l'obiettivo di non ostacolare i grandi operatori. Negli ultimi tempi, però, in Europa è emerso un atteggiamento di interventismo tutt'altro che marginale, sicuramente con riferimento ai mercati digitali, ma in generale nei diversi settori dell'economia. Ne è un esempio anche la consultazione che era stata avviata nel 2020 dalla Commissione europea sull'introduzione di un *New Competition Tool*, un nuovo strumento – appunto – che avrebbe consentito di avviare indagini approfondite a fronte di rilevanti criticità per il processo concorrenziale con la possibilità di imporre, al termine di apposite indagini, rimedi di natura comportamentale o addirittura strutturale nei confronti delle imprese [89]. Nell'ambito di tale consultazione era stato però messo in discussione un potere così invasivo e di portata generale in capo alla Commissione a tal punto da portare quest'ultima ad abbandonare l'iniziativa e a prevedere diverse proposte legislative, come quelle menzionate e trattate nel presente contributo.

Se, però, a livello UE il processo di introduzione di poteri dalla portata generale è stato arrestato, in diversi Paesi è avvenuto il contrario. Ne sono un esempio i *new competition tools* previsti nel Regno Unito [90], in Germania [91] e da ultimo in Italia. Infatti, con parere del 29 gennaio 2024, n. 61, il Consiglio di Stato si è espresso sull'art. 1, quinto comma, d.l. n. 104/2023, come convertito dalla l. n. 136/2023 ("Decreto Asset"), ritenendo che l'AGCM, in esito a un'indagine conoscitiva, possa imporre alle imprese interessate, anche in assenza di specifici illeciti quali intese anticoncorrenziali o abusi di posizione dominante, ogni misura strutturale o comportamentale al fine di eliminare le distorsioni della concorrenza, "senza restrizioni di ordine settoriale o merceologico", nonostante l'art. 1 Decreto

[89] Cfr. "*Mercato unico: nuovo strumento complementare per rafforzare l'applicazione della normativa sulla concorrenza*", Bruxelles, 2020, reperibile al seguente indirizzo: https://ec.europa.eu.

[90] Cfr. *Enterprise Act 2002* (EA02), disponibile al seguente *link*: https://www.legislation.gov.uk.

[91] Cfr. art. 32f GWB in cui sono elencate le condizioni che giustificherebbero l'attivazione di tale strumento e sono rappresentati in maniera dettagliata i criteri di analisi del mercato che devono essere rispettati dall'Autorità. In particolare, tra gli elementi che giustificherebbero un simile intervento vi sono: (i) un elevato potere di mercato dal lato dell'offerta o della domanda; (ii) limitazioni all'entrata o all'uscita dal mercato o della capacità produttiva o della facoltà di cambio di fornitori o clienti; (iii) la presenza di condotte uniformi o coordinate da parte delle imprese; (iv) il boicottaggio di fattori produttivi o di clienti in rapporti verticali.

Asset sembrasse volto ad arginare aumenti ingiustificati dei prezzi dei voli [92]. Ai fini del presente contributo, senza entrare nel merito della vicenda, si evidenzia soltanto che l'interpretazione estensiva del Consiglio di Stato ha sollevato non poche perplessità, perché si tratta di una normativa dal potenziale impatto significativo sui poteri dell'AGCM, che potrebbe disporre provvedimenti di regolazione correttiva anche in assenza dei "tradizionali" illeciti antitrust [93].

Si segnala al riguardo che nel recente *report* "*The Future of European Competitiveness*" commissionato a Mario Draghi e pubblicato il 9 settembre 2024 dalla Commissione europea si suggerisce di introdurre un "new competition tool" per avviare indagini in determinate circostanze, ivi incluse quelle in cui azioni di *enforcement* non hanno avuto in precedenza effetti sulla concorrenza [94].

In generale, si può affermare che si sta assistendo da qualche anno a un percorso che potremmo chiamare di "progressiva regolazione" di diverse attività, in particolare quelle svolte nel settore digitale [95], e tutto ciò fa emergere con ancora più forza il tema del rapporto tra concorrenza e regolazione. D'altronde, tutte le volte in cui l'*enforcement* antitrust sembra sconfinare nel campo dell'*ex ante* o tutte le volte in cui, al contrario, è l'attività di regolazione ad avvicinarsi a un esercizio dei poteri *ex post*, si solleva la questione del possibile conflitto tra le diverse discipline e autorità.

Dopo ormai quattro anni dalla proposta del DMA, considerato un regolamento rivoluzionario, si assiste, infatti, ancora oggi, a un dibattito significativo circa il suo impatto dal punto di vista pratico sul diritto della concorrenza.

Il presente contributo ha così illustrato le diverse questioni pratiche, sostanziali e di diritto sollevate, soprattutto in termini di rapporto tra il regolamento e le norme di concorrenza, tra Commissione europea e Autorità nazionali e di applicazione del principio di *ne bis in idem*.

Le implicazioni del DMA sulla politica della concorrenza restano comunque tutte da vedere. La Commissione d'altronde ha la possibilità di decidere a quale disciplina ricorrere per far fronte a determinate condotte dei *gatekeeper* dannose per il mercato interessato. Potrà così accadere che, per un utilizzo più efficiente delle risorse, la Commissione opti per l'applicazione del regolamento. Tuttavia, in considerazione delle previsioni di quest'ultimo, che in gran parte ricalcano in ma-

---

[92] L'art. 1 Decreto Asset è peraltro rubricato «*Disposizioni per la trasparenza dei prezzi praticati sui voli nazionali*».

[93] Sulle questioni sollevate a seguito del parere del Consiglio di Stato, anche in termini applicativi, si veda M. LIBERTINI, *L'introduzione in Italia del "New Competition Tool" (all'insaputa del legislatore) – AGCM e prezzo dei biglietti di trasporto aereo passeggeri*, in *GDA*, 2024, 361.

[94] *Report "The future of European competitiveness"*, Part A, *A competitiveness strategy for Europe*, Settembre 2024, reperibile al seguente indirizzo: https://commission.europa.eu.

[95] Si veda anche F. DONATI, *Verso una nuova regolazione delle piattaforme digitali*, in *Riv. reg. merc.*, 2021, 238.

niera generalizzata misure e rimedi ritenuti appropriati in casi specifici, si auspica che la sua applicazione avvenga sempre nel rispetto dei principi di proporzionalità e di certezza del diritto. Potrebbe peraltro rilevare una difficoltà – per la c.d. "*hard law*" – a imporsi sulle grandi piattaforme digitali, anche tenuto conto della rigidità che potrebbe caratterizzare alcune previsioni del regolamento. Non possono infatti essere sottovalutati la flessibilità insita delle tradizionali norme antitrust e i vantaggi degli interventi *ex post* del diritto della concorrenza, come la capacità di analizzare in maniera approfondita determinate condotte, caso per caso, alla luce dei mercati interessati, dei concorrenti attuali o potenziali, nonché delle eventuali efficienze generate, portando così a valutazioni molto accurate.

Il DMA potrebbe infatti non essere sempre in grado di fornire risposte adeguate ai mercati digitali e in tali circostanze la normativa antitrust può risultare lo strumento più efficace da adottare e nemmeno si esclude che il principio di tutela della concorrenza possa trarre nuova linfa dall'applicazione del DMA.

Il regolamento, comunque, si basa su una forte consapevolezza dei problemi relativi ai mercati digitali ed è caratterizzato da elementi di speditezza e celerità nell'intervento, tanto è vero che gli obblighi previsti, che – come ricordato più volte – in gran parte coincidono con impegni e rimedi adottati nell'ambito di procedimenti antitrust, sono imposti direttamente ai *gatekeeper* senza dover avviare un'istruttoria lunga e complessa per poi intervenire con un provvedimento finale [96]. In tal senso, la Commissione europea ha un compito molto importante, perché è chiamata a intervenire con tempestività per non annullare i benefici che hanno dato vita alla nuova normativa e ciò deve essere fatto garantendo un funzionamento regolare del meccanismo di cooperazione e coordinamento previsti dagli artt. 38 e 1, settimo comma, DMA e nel rispetto del principio del *ne bis in idem*, garantendo un processo dinamico e complementare con riferimento alle norme antitrust.

Ciò si rende necessario anche tenuto conto dei modelli di *business* interessati dal *Digital Markets Act*, perché questi, pur presentando aspetti comuni, possono risultare anche molto diversi tra loro e applicare a essi regole generali e "statiche" è sfidante e rischioso. È dunque importante prevedere un dialogo efficace tra Commissione e imprese affinché queste possano anche comprendere appieno le modalità specifiche mediante le quali conformarsi al DMA, che al momento non offre prescrizioni in tal senso. Un'eccessiva rigidità dell'approccio normativo in settori ad alto tasso d'innovazione potrebbe infatti portare a disincentivare i grandi operatori a effettuare determinati investimenti, a differenza di quanto avviene in altri continenti, in mercati così dinamici e in rapida evoluzione. Tale rischio rileverebbe con forza anche in considerazione dell'obbligo di informazione previsto all'art. 14 DMA in merito alle concentrazioni dei *gatekeeper*, a prescindere dal fatto che tali operazioni

[96] Si vedano, tuttavia, alcune considerazioni fatte nel paragrafo precedente con riferimento, per esempio, alla definizione del mercato rilevante.

siano notificabili alla Commissione a norma del regolamento (CE) n. 139/2004 o a un'autorità nazionale della concorrenza competente ai sensi delle norme nazionali sulle concentrazioni. Peraltro, al fine di garantire che la politica sulla concorrenza si adatti ai cambiamenti dell'economia e non diventi un ostacolo al raggiungimento degli obiettivi dell'Europa (ivi incluso quello di ridurre il *gap* con USA e Cina), nel *report* "*The Future of European Competitiveness*" recentemente pubblicato è inserita una proposta volta a enfatizzare il peso dell'innovazione e della concorrenza futura nelle decisioni della Commissione, suggerendo di riconoscere, nell'ambito del controllo sulle operazioni di concentrazione, una vera e propria "*innovation defence*" in favore delle imprese interessate [97].

La sfida principale sarà dunque quella di intervenire con il giusto bilanciamento tra velocità e accuratezza della valutazione, flessibilità e certezza giuridica.

[97] Nella parte A del *report*, 13, si evidenzia che per esempio «since innovation in the tech sector is rapid and requires large budgets, merger evaluations should assess how the proposed concentration will affect future innovation potential in critical innovation areas».

Letture
Book review

Note di lettura: *Bancarotta e crisi d'impresa. Giustificazioni e limiti dell'intervento penale nelle nuove procedure concorsuali* di Francesco Mazzacuva

A review on Francesco Mazzacuva, *Bankruptcy and business crisis. Justifications and limits of criminal intervention in the new distress resolution procedures*

Massimo Bianca*

ABSTRACT

La recensione propone una ragionata lettura del volume che Francesco Mazzacuva ha dedicato al difficile rapporto corrente tra il nuovo diritto della crisi e la disciplina, al momento ancora sostanzialmente immutata, dei così detti reati fallimentari. L'analisi. che dà atto del serio sforzo sistematico e delle tante implicazioni colte dall'Autore, si conclude con l'auspicio che il volume possa avviare un più intenso confronto tra gli studiosi del diritto concorsuale e gli studiosi delle discipline penalistiche.

The paper offers a reasoned reading of the volume that Francesco Mazzacuva has dedicated to the difficult current relationship between the new crisis law and the discipline, at the moment still substantially unchanged, of the so-called bankruptcy offences. The analysis, which acknowledges the serious systematic effort and the many implications grasped by the author, concludes with the hope that the volume may initiate an even more intense confrontation between scholars of insolvency law and scholars of criminal law disciplines.

1. Il volume di Francesco Mazzacuva merita di essere segnalato e non solo ai cultori delle scienze penalistiche, ma anche a chi si occupi del diritto commerciale,

* Professore ordinario di diritto commerciale, Università degli Studi di Trieste; e-mail: bianca@units.it.

che vi coglierà molti motivi di interesse e non si troverà a disagio nel leggere questo studio di diritto penale dell'impresa. Tutto questo grazie alla bravura dell'Autore, capace di dialogare con entrambi i settori dell'ordinamento, mentre una prosa scorrevole ed un accurato compendio di note fanno il resto. Il lavoro parte da una constatazione molto semplice. Mentre il diritto concorsuale si è fortemente modificato, la disciplina dei reati fallimentari è rimasta pressoché immutata, come se ignorasse la ineluttabile trasformazione dei processi economico-industriali, che il primo ha, invece, ben percepito. In particolare, sembra non aver colto appieno le implicazioni derivanti dal diffondersi delle procedure di crisi e la conseguente necessità di valutarne il rapporto con la struttura e la funzione dei reati concorsuali. La "distonia sostanziale" che ne è derivata è ancora tangibile nel c.c.i.i., che, per una precisa scelta di politica del diritto, non ha introdotto sostanziali modifiche alle fattispecie di bancarotta. Ciò ha comportato un "disallineamento tra la disciplina civile e quella penale", foriero delle diverse ricadute che la monografia intende indagare, indicando anche delle possibili soluzioni applicative.

2. L'Autore tratteggia queste ricadute già nelle pagine introduttive, dove denuncia, anzitutto, le conseguenze prodotte sulla già scarsa determinatezza delle norme descrittive della fattispecie penale, ormai talmente eterogenee da essere caratterizzate da un sostanziale "difetto di tipizzazione delle condotte". Una carenza che ha permesso il diffondersi di una sorta di "iper-effettività dei reati di bancarotta", tanto marcata da destare persino dei dubbi di costituzionalità. In secondo luogo, Francesco Mazzacuva ripercorre l'evoluzione del diritto dell'insolvenza, dando debito risalto al progressivo passaggio dalle finalità espulsive della legislazione del 1942, alla massimizzazione delle finalità recuperatorie, preferite dalle riforme degli ultimi vent'anni. Tale mutamento, ricorda l'Autore, ha progressivamente allontanato i due settori dell'ordinamento, ponendo, tra l'altro, la questione dell'applicazione delle norme penali alle soluzioni negoziate della crisi ad efficacia estesa. In terzo luogo, il capitolo ricorda le ricadute sul piano della individuazione del fatto tipico dei reati di bancarotta, del loro inquadramento nella categoria dei reati di pericolo concreto e del collocamento della insolvenza e del fallimento sul piano delle condizioni obiettive di punibilità. Nelle pagine che seguono l'Autore si sofferma sulla dissociazione delle fattispecie di bancarotta dal fallimento e dal presupposto dell'insolvenza. Ponendo un interrogativo che è di centrale rilievo nella monografia, egli si chiede se la crisi di impresa rappresenti già una tale offesa alla garanzia patrimoniale da permettere una ricostruzione davvero unitaria della fattispecie di bancarotta fraudolenta. L'introduzione si chiude annunciando l'intento di indagare anche il tema delle responsabilità penali che potrebbero derivare, in conseguenza dell'aggravamento del dissesto, dalla gestione della crisi di impresa, sia attraverso strumenti procedimentalizzati, che tramite strumenti non procedimentalizzati. Individuato il campo d'indagine, lo scritto si sviluppa in quattro lunghi capitoli, ciascuno analiticamente composto da almeno una dozzina di paragrafi.

3. Il primo capitolo, nel quale i lettori di questa Rivista si ritroveranno maggiormente, ripercorre le direttrici di riforma delle procedure concorsuali, ponendo il suo dinamismo a confronto con il sostanziale immobilismo del legislatore penale. L'Autore mostra di ben conoscere l'evoluzione del diritto fallimentare, accompagnando la descrizione delle sue varie stagioni con un puntuale compendio di note, che non sfigurerebbe nemmeno in uno studio di diritto commerciale. Prendendo avvio dalla più tradizionale concezione sanzionatoria del fallimento, ancora ben presente nella legge fallimentare del 1942, i primi paragrafi mettono in risalto la progressiva affermazione di una sua finalità non più espulsiva, ma recuperatoria. L'Autore non nasconde però di ritenere che questo diverso approccio, più che discendere da riflessioni concettuali, sia stato inizialmente suggerito dall'esigenza di porre rimedio alla crisi industriale ed ai problemi occupazionali degli ultimi decenni del secolo scorso. La vera svolta sistematica, ispirata anche dalla disseminazione dell'*Insolvenzordnung* germanico del 1994, è quindi segnata solo dalla riforma del 2005. Questa non ha però interessato, se non con la successiva introduzione di un terzo comma nell'art. 236 l. fall., le fattispecie criminali ed è quindi da quel momento, dice Francesco Mazzacuva, che «le denunce di frattura tra i due rami dell'ordinamento (…) sono diventate un vero e proprio leitmotiv nella riflessione sulla bancarotta», mai approdata, però, ad una vera e propria riforma dello statuto penale delle procedure concorsuali. Il distacco è marcato dall'ingresso delle procedure di crisi, che, elevata a presupposto oggettivo del concordato preventivo, ne promuove un ampio successo, parzialmente invertito solo dalla riforma del 2015. Il capitolo prosegue rammentando la conseguente previsione di altre procedure di crisi, quali il piano di risanamento e gli accordi di ristrutturazione, meglio allineate alla direttiva EU n. 1023/2019, che privilegia la tempestiva emersione delle probabilità di insolvenza. Ad avviso dell'Autore, al quale non si potrebbe dar torto, questo "andamento ondivago delle procedure di crisi", culminato con la brevissima stagione di vita dell'allerta alla francese, ha lasciato sul tappeto il rapporto con la disciplina penale. Il punto di maggiore difficoltà è segnato dall'introduzione di un terzo comma nell'art. 236 l. fall., sostanzialmente riprodotto nell'art. 341 c.c.i.i., che estende l'applicazione dei reati di bancarotta alle procedure fondate non sull'insolvenza, ma sulla crisi. Il capitolo si conclude con l'indicazione di tre tesi, sulle quali l'Autore anticipa di volersi dappresso trattenere. Il primo enunciato lamenta la scarsa conoscenza dell'evoluzione del diritto della crisi da parte della dottrina penalistica, che il lavoro monografico intende, quindi, colmare. Il secondo riguarda il rapporto di "accessorietà funzionale" che corre tra il diritto della crisi ed il diritto penale, ragione per la quale l'individuazione dell'oggetto giuridico tutelato dalla norma penale non può che essere consequenziale alla precedente ricognizione della funzione del diritto concorsuale. A tale ultimo proposito l'Autore ritiene che, se d'un lato la funzione pubblicistica dei reati di bancarotta ha generalmente portato i penalisti ad individuare nel mercato il bene tutelato dalle norme incriminatrici, dall'altro gli studiosi

del diritto concorsuale sono più inclini ad attribuire rilievo alla garanzia patrimoniale ed alla tutela di specifiche categorie di creditori. Con il terzo enunciato, che fa corollario al precedente, l'Autore si domanda se un'esasperata ricerca della "continuità" non abbia però nuovamente spostato la funzione delle procedure di crisi verso la tutela del mercato, ancorché in parte corretta dalle regole che richiedono anche il soddisfacimento dei creditori in misura almeno equivalente alla alternativa liquidatoria.

4. I capitoli che seguono trasferiscono l'indagine su un terreno più strettamente penalistico. Il secondo capitolo si concentra sulla fisionomia strutturale del fatto tipico integrante la bancarotta fraudolenta patrimoniale prefallimentare. In particolare, si trattiene sulla tradizionale riconduzione della fattispecie nella categoria dei reati di pericolo concreto e sulla conseguente collocazione dell'insolvenza e del fallimento sul piano delle condizioni obiettive di punibilità. L'analisi è condotta dando sempre accurato conto delle elaborazioni dottrinarie e delle indicazioni provenienti dalla giurisprudenza. L'obiettivo, dichiarato in effetti sin dalle premesse, è quello di comprendere se questa qualificazione del reato di bancarotta comporti delle soluzioni applicative efficienti, funzionalmente coerenti con le logiche di tutela. Per tale ragione, la ricerca si sposta sul fronte della contesa tra il disvalore dell'azione, in sé considerata, ed il disvalore dell'evento, nella specie l'insolvenza, che caratterizza questa fattispecie penale. L'Autore ritiene che la tensione che ne deriva possa essere sciolta solo dando il necessario rilievo alla relazione che deve comunque correre tra la condotta tipica e l'insolvenza. Rapporto che, precisa, non può però essere solo "cronosequenziale", evidenziando il rischio che, così facendo, si finisca per dare rilievo causale anche a condotte molto risalenti, sino a determinare "fatalmente, un regresso all'infinito della repressione penale". A scanso di questo regresso, l'Autore indica un punto di approdo nella necessità di elevare a presupposto del reato l'autonoma illiceità del rischio assunto con la condotta.

5. L'analisi prosegue nel terzo capitolo, che si interroga in merito alla compatibilità tra siffatta costruzione e la progressiva dissociazione dei reati di bancarotta dal fallimento e dall'insolvenza, che ne sono il tradizionale presupposto oggettivo. L'Autore ritiene che siffatta frattura sia stata accentuata dall'estensione della fattispecie penale alle soluzioni negoziate della crisi di impresa, prevista dall'ancora vigente art. 236, terzo comma, l. fall. e dall'art. 341 c.c.i.i. Pur dando atto delle molte critiche avanzate in merito a tale "traiettoria evolutiva", l'Autore si mostra incline ad una valutazione non aprioristicamente negativa. Anzitutto perché, riprendendo la preoccupazione iniziale, egli afferma di cogliervi almeno qualche primo, ma positivo, segnale di un possibile riallineamento dei reati di bancarotta all'evoluzione del diritto concorsuale. In secondo luogo, perché ciò contribuisce a portare in emersione l'eventualità che la crisi di impresa rappresenti già di per sé un'offesa alla garanzia patrimoniale, intesa come mantenimento di una persistente capacità di adempimento e possa quindi giustificare, sul piano er-

meneutico, una costruzione comunque ancora unitaria delle fattispecie di bancarotta fraudolenta. Merita apprezzamento la meticolosa attenzione che Francesco Mazzacuva riserva alle esperienze di altri ordinamenti nazionali e, soprattutto, a quello tedesco. Come già nelle pagine iniziali, l'Autore assegna una funzione determinante all'*Insolvenzordung* del 1994, al quale riconosce la paternità delle procedure di crisi, colà introdotte con diversi anni di anticipo rispetto all'Italia. Tuttavia, a differenza del primo capitolo, l'indagine si fa stavolta più profonda, concentrandosi maggiormente sul rapporto tra le procedure di crisi previste nell'ordinamento tedesco e quella disciplina penalistica. L'attenzione del penalista non poteva quindi che cadere sul paragrafo 283 del StGB. L'Autore, che sembra apprezzare la scelta del legislatore tedesco, sottolinea che anche in quell'ordinamento, nonostante il moltiplicarsi dei presupposti oggettivi delle procedure di crisi, la norma incriminatrice è rimasta la stessa, fermo però restando che la sua esegesi è certamente orientata dalle definizioni di quegli stessi presupposti nel diritto concorsuale germanico.

6. Nel quarto ed ultimo capitolo Francesco Mazzacuva si trattiene sul tema della responsabilità penale per l'aggravamento del dissesto in presenza di una crisi di impresa già per altre cause manifesta. L'Autore muove dalla premessa che la fattispecie necessiti di assoluta attenzione, osservando che, se si ammettesse la rilevanza penale di condotte di aggravamento del dissesto in termini di disvalore dell'evento, si dovrebbe valutare con almeno altrettanto rigore il disvalore dell'azione, che deve pur sempre caratterizzare il reato di bancarotta. Mostrando una certa dimestichezza con questi scenari, l'Autore assume che è proprio «nella fase della fibrillazione dell'impresa che è difficile distinguere il rischio illecito dal rischio imprenditoriale», vieppiù nel caso di operazioni di risanamento non procedimentalizzate. Particolare attenzione viene prestata all'analisi della giurisprudenza formatasi in merito alle "operazioni dolose" sanzionate dalla norma penale, sottolineando «la necessità di individuare un'area di rischio consentito». Il volume si chiude con un appello, rivolto ai cultori delle scienze penalistiche, invitati ad un maggiore confronto con gli studiosi del diritto commerciale e ad un'analisi più attenta delle procedure di crisi. Egli osserva che è ormai inattuale una distinzione tra la crisi e l'insolvenza tracciata sulla base della loro reversibilità e che «a parità di disvalore dell'azione (…) nella bancarotta extra-fallimentare la nozione di crisi d'impresa appare effettivamente in grado di esprimere una menomazione significativa della garanzia patrimoniale». Per quanto attiene agli strumenti previsti dalla legge per il risanamento dell'impresa, l'Autore ritiene che la disciplina delle così dette esenzioni, oggi stabilita dall'art. 324 c.c.i.i., esprima un generale favore per tali procedure, che dovrebbe permettere un riposizionamento dell'area di rischio consentito, scongiurando la "fatale attrazione" delle scelte di gestione nell'ambito della fattispecie di aggravamento del dissesto.

7. Il volume, che chi scrive ha avuto l'opportunità di discutere con l'Autore in occasione di un apposito seminario, ha tanti pregi. Il maggiore sta nel porre chia-

ramente un problema e nel proporne quasi altrettanto lucidamente una possibile soluzione. Dopo avere ricordato il crescente distacco tra i due settori dell'ordinamento, Francesco Mazzacuva prova a gettare un ponte tra gli studiosi delle discipline civili e penali e sceglie di farlo promuovendone un maggiore confronto. Consapevole del fatto che affinché possa instaurarsi un simile dialogo è necessario alimentare una reciproca conoscenza ed un lessico comune, l'Autore offre ai penalisti un serio panorama del diritto concorsuale ed ai commercialisti una maggiore dimestichezza con lo statuto penale del diritto concorsuale. In entrambi i casi, egli si muove con la concretezza che gli deriva anche dall'esperienza precedentemente maturata nei ruoli della magistratura giudicante, mostrando di ben intuire le incertezze e le difficoltà che assediano le scelte da compiersi nell'emergere dei presagi di crisi. Questa consapevolezza spiega la sua sollecitazione in favore di una valutazione non troppo rigorosa della condotta e l'auspicio che si eviti ogni automatismo ove, a posteriori, se ne dovessero giudicare le conseguenze in termini di aggravamento del dissesto. Cimentandosi su un tema complesso, l'Autore procede con un serio piglio metodologico, alimentato anche da un pertinente confronto con le soluzioni presenti in altri ordinamenti, che illustra con appropriatezza semantica. L'auspicio è che il volume possa contribuire a promuovere una nuova stagione di studi, capace di intercettare le più emergenti sfide, forse ancora non tutte intuite appieno nella monografia, che si vanno intanto profilando.

8. La monografia suggerisce molti spunti di riflessione. Alcuni, che per chi scrive sono più immediati da cogliersi, sono riconducibili nell'alveo del diritto dell'impresa. Non essendo questa la sede per una più ampia rassegna, che richiederebbe almeno uno studio altrettanto monografico, ci si limita ad abbozzarne un paio. Il primo riguarda il rapporto corrente tra le condotte e gli interessi evocati dalle fattispecie di bancarotta e la responsabilità civile che potrebbe derivarne, specie allorché l'azione civile sia proposta in sede penale. A tal proposito è opportuno ricordare che, per quanto si tratti nella maggior parte dei casi di azioni esercitate in esito al fallimento (alias, liquidazione giudiziale), è noto il dibattito in merito all'impiego di siffatte azioni anche nelle procedure di crisi. Tra i vari interrogativi, sarebbe ad esempio da chiedersi quale sia il rapporto tra la condotta punita dalla fattispecie penale e la valutazione di quelle stesse scelte attraverso la Business Judgement Rule. Un altro tema meritevole di approfondimento attiene alla fattispecie della bancarotta semplice. Com'è noto. l'art. 323, primo comma, lett. *b*), d.lgs. n. 14/2019 (e, per i fatti anteriori alla sua entrata in vigore, dall'art. 217 l. fall.) punisce l'imprenditore che abbia "consumato una notevole parte del suo patrimonio in operazioni di pura sorte o manifestamente imprudenti". La disposizione, per effetto del richiamo fattovi dagli artt. 330 e 341, si applica anche in caso di concordato preventivo, di accordi di ristrutturazione ad efficacia estesa o di convenzione di moratoria e di accordi di ristrutturazione omologati. Quindi, anche in caso di procedure che abbiano quale presupposto oggettivo lo stato di crisi, così come definito dall'art. 2, primo comma, lett. *a*), dello stesso c.c.i.i.

L'esperienza degli ultimi anni dimostra che, almeno nel caso di procedure riguardanti imprese di medie e grandi dimensioni, la crisi è talvolta generata, più che da deficit accumulatisi nell'attività caratterizzante, dall'esito infausto di peculiari investimenti finanziari, si pensi a quelli in strumenti finanziari derivati, magari "esotici", o in criptovalute. La minuziosa disciplina di questi investimenti, che qui ci si permette di dare semplicemente per nota, è giustificata da molte ragioni, tra le quali primeggiano quelle conseguenti alla loro intrinseca rischiosità, tanto più accentuata nel caso di derivati, ed all'aleatorietà del risultato atteso. Ciò nonostante, la crescente finanziarizzazione dell'attività di impresa registra una certa tendenza a ricercare in questi mercati non solo delle occasioni di copertura di specifici rischi, come nel caso di operazioni in derivati per questo concepiti, ma anche delle opportunità di temporaneo investimento di parte dei generosi flussi di cassa generati dall'attività caratterizzante. La fattispecie delittuosa della bancarotta semplice licenziata dalla legge fallimentare del 1942 non immaginava nemmeno, e non le si può fare torto, un simile scenario. Ma il fatto è che, per quanto il modo stesso di condurre l'attività di impresa sia oggi profondamente mutato, anche l'art. 341 c.c.i.i. continua ad esprimersi negli stessi esatti termini, lasciando agli operatori prima, ed al giudice poi, il compito di stabilire se quegli investimenti, specie se puramente speculativi, fossero "operazioni di pura sorte o manifestamente imprudenti". Non sarà facile farlo ed ogni fattispecie non potrà che fare storia a sé. Ma l'auspicio è che possano essere d'aiuto l'elegante lavoro di Francesco Mazzacuva ed i suoi continui richiami ad un maggiore dialogo tra i due settori, ai quali chi scrive suggerirebbe di aggiungere, nel valutare le scelte condotte, solo un pizzico di studi di economia comportamentale.