

APPROFONDIMENTI

DLT pilot: verso il mercato degli strumenti finanziari digitali

Note a margine del d.l. 17 marzo 2023, n. 25,
e del Regolamento (UE) 2022/858

Maggio 2023

Valerio Lemma, Counsel, Dentons



Valerio Lemma, Counsel, Dentons

Abstract: Il saggio affronta le opzioni disciplinari recate dal DL 25/2023 per adattare il nostro ordinamento al DLT pilot regime e agli strumenti finanziari digitali. Soffermendosi sulla regolazione delle specificità operative, la ricerca ha riguardi alla nuova attività riservata ai soggetti responsabili del registro distribuito, mettendo in luce requisiti, obblighi, responsabilità e sanzioni

Sommario: 1. Premessa. - 2. Opzioni disciplinari per il DLT pilot regime e utilità degli strumenti finanziari digitali. - 3. La regolazione delle specificità operative... - 4. (segue) e dell'emissione degli strumenti finanziari digitali. - 5. I soggetti responsabili del registro distribuito. - 6. Requisiti, obblighi, responsabilità e sanzioni. - 7. Profili di vigilanza. - 8. Prospettive emendative. 9. Considerazioni conclusive.

1. Premessa

Il d.l. 17 marzo 2023, n. 25 - nel ridefinire l'ordinamento italiano al fine di assicurare l'efficiente applicazione del Regolamento (UE) 2022/858 relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito (*DLT pilot regime*) - consente di cogliere le opzioni del Governo italiano rispetto alle innovazioni tecnologiche che conducono alla digitalizzazione degli strumenti finanziari.¹ Si versa, dunque, nell'ambito di riferimento della normativa MiFID, laddove le altre rappresentazioni digitali di valore o di diritti (cd. cripto-attività) sono disciplinate dal regolamento europeo cd. MiCAR, approvato dal Parlamento europeo il 20 aprile 2023.

A fronte della proiezione operativa di investitori ed emittenti verso infrastrutture di mercato che, utilizzando un registro distribuito, possono migliorare l'efficienza degli scambi e introdurre nuove opportunità *pre* e *post-trading*, l'intervento disciplinare in esame ridefinisce il rapporto tra tecnologie o programmazioni, da un lato, ed esigenze di protezione (dei risparmiatori) e di resilienza (del sistema), dall'altro.² Ciò, attraverso l'individuazione di un'attività riservata di nuovo tipo, riferibile alla tenuta dei

¹ Cfr. *Comunicato stampa del Consiglio dei Ministri n. 25*, 16 Marzo 2023, in ordine all'importanza di promuovere soluzioni innovative dal punto di vista digitale, con un costante dialogo con le autorità di vigilanza.

² A ben considerare, la tecnologia consiste in un mero attributo strumentale di un nuovo modo (generalmente) accettato di adempiere agli obblighi per mezzo di un dispositivo e di un'infrastruttura che stabilisce determinate

registri distribuiti necessari per la circolazione degli strumenti finanziari digitali.³

Ed invero, al corretto esercizio di tale attività è collegata la facoltà per gli emittenti di avvalersi delle infrastrutture DLT in luogo di quelle tradizionalmente connesse all'offerta di strumenti finanziari. Al riguardo, va considerato che appare di significativo rilievo anche l'introduzione di un 'nuovo status' per infrastrutture di mercato siffatte, proposta quale obiettivo specifico da parte della Commissione Europea.⁴

Viene, dunque, in evidenza un'opzione interventistica atta a supportare lo sviluppo digitale del mercato finanziario, la quale si propone anche di introdurre soluzioni regolamentari che rechino un vantaggio competitivo al nostro Paese in vista dell'insediamento delle imprese specializzate nella strutturazione delle sedi di negoziazione che operano attraverso l'applicazione della DLT. Non a caso, appare viepiù evidente che la riserva dianzi indicata evita asimmetrie nello sviluppo del mercato finanziario, in quanto assicura il controllo pubblico anche nei confronti delle alternative infrastrutturali che oggi entrano in concorrenza con quelle sperimentate da intermediari e gestori nel corso del Novecento.⁵

Da qui, l'opportunità di considerare la relazione di alternatività e concorrenzialità che intercorre tra i due paradigmi di funzionamento: da un lato attività, servizi finanziari e sedi tradizionali prese in considerazione dalla normativa MiFID e, dall'altro, i servizi riferibili ai registri distribuiti, alla emissione di strumenti finanziari digitali, alla gestione di sistemi multilaterali di regolamento e di negoziazione indicati dal citato Regolamento (UE) 2022/858.

banche dati decentralizzate, mantenute da reti distribuite di computer; cfr. LEMMA, *Fintech Regulation*, Cham (SW), 2020, p. 374.

³ Si noti, in proposito, che l'Eurosistema sta valutando il potenziale della "distributed ledger technology" (DLT) e la misura in cui tale tecnologia potrebbe migliorare i suoi servizi; cfr. PANETTA, *L'euro digitale: la nostra moneta ovunque e per ogni necessità*, Dichiarazione introduttiva dinanzi alla Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo, Bruxelles, 23 gennaio 2023.

⁴ Cfr. CAPRIGLIONE, *Technological innovation and digital euro. The dilemma of applicable regulation*, in *Law and economics yearly review*, 2022, p. 146 ss. in ordine a taluni aspetti delle questioni giuridiche legate alla digitalizzazione dell'Euro, il quale si propone il fine di individuare se *in subiecta materia* prevalga l'applicazione della normativa europea o nazionale.

⁵ Cfr. LEMMA, *Quali Controlli Per Le Valute Virtuali?*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2022, Terzo Suppl. al n. 1, p. 69.

Ciò posto, appare evidente che il Governo italiano è stato impegnato in un necessario ed urgente processo di adeguamento normativo tenuto - oltretutto ad adempiere agli obblighi rivenienti dall'appartenenza all'UE, anche - ad assicurare la salvaguardia di principi generali che, in un contesto di parità negoziale ed equa distribuzione dei costi transattivi, tutelino il risparmio, sì come la Costituzione impone alla Repubblica italiana.⁶

A ben considerare, si versa in presenza di un 'Regime Pilota' che proietta le attività e i servizi finanziari verso una formula telematica e crittografica che sinora qualificava (quasi esclusivamente) le criptovalute.⁷ Non a caso, il DL 25/2023 affina la regolazione italiana della Sandbox, per cui sarà possibile estendere l'ambito di applicazione di quest'ultima anche a progetti che abbiano ad oggetto gli strumenti finanziari.⁸

Consegue, dunque, l'esigenza di approfondire le opzioni nazionali nel riferimento a soluzioni operative di nuovo tipo,⁹ le quali potranno esser offerte dalle banche e dagli intermediari tradizionali, nonché da nuovi soggetti che potranno assumere la qualifica di responsabili dei registri distribuiti; ciò, con l'effetto di arricchire il numero di soggetti e le tipologie di servizi dedicati alla circolazione della ricchezza tra

⁶ Cfr. MERUSI, *Commento all'art. 47 cost.*, in AA.VV., *Codice commentato della banca*, Milano, 1990, I, p. 24 ss.; CAPRIGLIONE, *Intervento pubblico e ordinamento del credito*, Milano, 1978, cap. III.

⁷ Cfr. Proposal for a Regulation on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology, Brussels, 24.9.2020 COM(2020) 594 final 2020/0267 (COD), p. 6; si veda, al riguardo, MASERA, *Nuovi rischi e regolazione delle criptovalute*, in *Bancaria*, 2022, n. 3, p. 5 ss.; CAPRIGLIONE, *Le cripto attività tra innovazione tecnologica ed esigenze regolamentari*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, I, p. 225 ss.; ECB, *Report on a digital Euro*, Ottobre 2020; BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, *Money and Payments: The U.S. Dollar in the Age of Digital Transformation*, Gennaio 2022; POWELL, *Welcoming remarks at the "International Roles of the U.S. Dollar," a research conference sponsored by the Federal Reserve Board*, Washington (DC), 17 Giugno 2022.

⁸ Cfr. SEPE, *Innovazione tecnologica, algoritmi e intelligenza artificiale nella prestazione dei servizi finanziari*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2021, Suppl. n. 3, p. 186 ss.; ROSSANO, *L'intelligenza Artificiale: ruolo e responsabilità dell'uomo nei processi applicativi (alcune recenti proposte normative)*, *ibid*, p. 212 ss.

⁹ È appena il caso di accennare alla possibilità che gli strumenti finanziari digitali rechino istruzioni riferibili ai meccanismi di intelligenza artificiale, con ovvie implicazioni sul piano delle responsabilità e di altri aspetti giuridici dei rapporti tra i privati che ne risultano coinvolti; cfr. ALPA, *L'intelligenza artificiale. Il contesto giuridico*, Modena, 2021, p. 115 ss.; ID., *Fintech: un laboratorio per i giuristi. Introduzione*, in AA.VV., *Fintech: diritti concorrenza, regole*, Bologna, 2019, p. XIII ss.

soggetti in *surplus* ed altri in *deficit*.¹⁰

2. Opzioni disciplinari per il DLT pilot regime e utilità degli strumenti finanziari digitali

Utile muovere dalla considerazione che il Regolamento (UE) 2022/858 prevede l'obbligo, a carico degli Stati membri, di conformarsi al regime disciplinare introdotto per la digitalizzazione degli strumenti finanziari, muovendo dall'ampliamento della definizione stessa di strumento finanziario (interventiva in sede europea previa modifica dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 15, della Direttiva (UE) 65/2014).¹¹ Ed invero, tale considerazione trova riscontro nella precedente assenza, nell'ordinamento italiano, di norme dedicate all'emissione degli strumenti finanziari e alla circolazione dei capitali tramite il ricorso a tecnologie di tipo DLT, donde l'esigenza di valutare l'intervento europeo alla stregua di un'innovazione regolamentare che non si esaurisce nella mera armonizzazione, ma si configura quale ampliamento dell'ambito di operatività dei relativi destinatari.¹²

In tale contesto, appare altresì necessario un approfondimento delle opzioni disciplinari che assicureranno la piena operatività del DLT *pilot regime*; ciò, al fine di verificare se, nell'adattare l'ordinamento italiano alle forme di circolazione degli strumenti finanziari basate su soluzioni tecnologicamente

¹⁰ Utile anticipare che il Governo italiano ha individuato la Consob e la Banca d'Italia quali autorità competenti per l'applicazione del Regolamento (UE) 2022/858 ai sensi dell'articolo 2, numero 21, del citato Regolamento Europeo. Si evidenzia che tale individuazione sembra tener conto dell'assetto disposto dal decreto legislativo n. 58 del 1998, avendo riguardo alla materia dei servizi di investimento, della gestione collettiva, dei mercati e depositari centrali. Tuttavia, il decreto legge trascura la vigilanza sui conglomerati finanziari, prevista dal d. lgs. 30 maggio 2005, n. 142, in attuazione della Direttiva (CE) 87/2002 relativa alla vigilanza supplementare. Va da sé che tale trascuratezza riveste carattere marginale, oggi è censito solo un soggetto siffatto a fronte dei sette inizialmente esistenti.

¹¹ Cfr. ANNUNZIATA - CHISARI - AMENDOLA, *DLT-Based Trading Venues and EU Capital Markets Legislation: State of the Art and Perspectives under the DLT Pilot Regime*, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 4344803, 2023 ove gli AA. si propongono di analizzare l'interconnessione del regolamento DLT con i tradizionali atti legislativi dell'UE in materia finanziaria e, in particolare, la MiFID II.

¹² Conseguente, infatti, l'esigenza - per il regolatore nazionale - di evitare che le imprese italiane si trovino in una posizione di svantaggio competitivo rispetto agli operatori stabiliti negli altri Stati membri che hanno fruito di un quadro normativo domestico che consentiva di maturare un'esperienza nel comparto in esame. Utile considerare, in proposito, anche la possibile interazione tra strumenti finanziari digitali e nuove tecniche di investimento; cfr. LUCANTONI, *L'high frequency trading nel prisma della vigilanza algoritmica del mercato*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2019, p. 297 ss.

avanzate, tali opzioni potranno tracciare un ambiente attrattivo per gli operatori del settore.¹³

Pertanto, in presenza di una nuova attività riservata (i.e. la tenuta del registro distribuito) e di un nuovo bene (i.e. lo strumento finanziario digitale), gli operatori che tradizionalmente operavano nel campo delle emissioni e della gestione dei mercati dovranno osservare il mercato di riferimento, al fine di valutare l'adozione delle innovazioni disciplinate dal regolamento europeo dianzi menzionato (e, per l'effetto di tale scelta, attivare il relativo procedimento abilitativo).

Sul punto, appare utile premettere che si versa in presenza di un regime alternativo a quelli di tipo cartolare e di tipo scritturale - accentrato; regime che è destinato a trovare applicazione in un ambito ancor più vasto, stante la menzionata possibilità di apertura riconosciuta alle autorità di settore e che - come si vedrà in seguito - appare dedicata alla facoltà di aprire una via di accesso ai mercati per le imprese costituite in forma di società a responsabilità limitata e, quindi, non ammettono che la partecipazione sociale sia rappresentata da azioni.¹⁴

Al riguardo, occorre notare che il Governo italiano ha individuato un ambito di applicazione più ampio di quello previsto del Regolamento (UE) 2022/858 (il quale - ai sensi dell'art. 3 - prevede limitazioni riferibili a soglie dimensionali minime).¹⁵ Ed invero, l'emissione e la circolazione di strumenti finanziari digitali

¹³ Cfr. SAREL - JABOTINSKY - KLEIN, *Globalize Me: Regulating Distributed Ledger Technology*, in *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, 2023 ove si muove dall'assunto che la tecnologia DLT può essere identificata come un cambiamento di rotta per l'archiviazione dei dati. Ed invero, gli AA. ritengono che, sebbene tale tecnologia possa risolvere gli acuti problemi di fiducia e di coordinamento ogni volta che le entità (ad esempio, imprese, commercianti o persino paesi) si affidano a un database condiviso, essa non è riuscita a raggiungere un'adozione di massa al di fuori del contesto delle criptovalute.

¹⁴ Cfr. MATTASSOGLIO, *Intelligenza artificiale e DLT. L'innovazione tecnologica al servizio del finanziamento delle P.M.I.*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2022, p. 1555 ss. ove l'A. evidenzia che il finanziamento delle piccole e medie imprese (P.M.I.) è da sempre considerato un tema particolarmente delicato, oltreché una delle principali finalità della Capital Market Union. Si noti la puntualizzazione secondo cui, a differenza delle società più grandi, quelle medio-piccole hanno maggiori difficoltà e finiscono per avere spesso, come unica soluzione, il ricorso al canale del prestito bancario. Sicché, viene prospettata la possibilità che l'innovazione tecnologica, nella sua declinazione finanziaria, rappresenti uno strumento dalle innumerevoli potenzialità per semplificare la raccolta dei finanziamenti, avendo riguardo a fattispecie quali l'intelligenza artificiale e i sistemi DLT.

¹⁵ Cfr. PRIEM, *A DLT Pilot Regime: Introducing a New Type of Financial Market Infrastructure*, 2022, SSRN n. 4286047 per un'analisi tecnica dell'impostazione adottata dal regolatore europeo.

è soggetta al regime speciale anche se questi ultimi non sono destinati ad essere scambiati su sedi di negoziazione; inoltre, il DL 25/2023 si riferisce ad azioni, obbligazioni, titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata (ai sensi dell'articolo 2483 c.c.), ulteriori titoli di debito (la cui emissione è consentita ai sensi dell'ordinamento italiano), ricevute di deposito (relative a obbligazioni e altri titoli di debito), strumenti del mercato monetario (regolati dal diritto italiano), nonché ad azioni e quote di organismi di investimento collettivo del risparmio italiani.¹⁶

A ciò si aggiunga che, ai sensi dell'articolo 28, comma 2, lettera b), del decreto legge, la Consob può individuare con regolamento ulteriori strumenti che gli emittenti possono assoggettare alla disciplina ivi contenuta (anche in deroga alla disciplina civilistica o alle ulteriori disposizioni vigenti relative al regime di forma e circolazione di tali strumenti).

Soffermandosi ancora sull'emissione degli strumenti finanziari, viene in evidenza l'esecuzione della medesima attraverso scritturazioni su un registro decentralizzato quale presupposto per il superamento degli obblighi di dematerializzazione presso un depositario centrale previsti in via secondaria dal Provvedimento Unico sul *Post-trading* della Consob e della Banca d'Italia, adottato in attuazione dell'articolo 83-bis, comma 2, del TUF.

Viene, poi, in considerazione la centralità del "registro per la circolazione digitale" che - nel riprendere la definizione di cui all'articolo 2, numero 2), del Regolamento (UE) 2022/858 - identifica la tipologia di strumenti atti a supportare l'emissione di strumenti finanziari digitali. Analogamente è a dirsi la definizione di «tecnologia a registro distribuito (DLT)», la quale (per gli interpreti italiani) si ricollega - per un verso - ai contenuti dell'articolo 2, numero 1, del Regolamento (UE) 2022/858, e - per altro - all'esperienza applicativa della definizione introdotta all'articolo 8-ter, comma 1, del decreto legge 14 dicembre 2018, n. 135, convertito, con modificazioni, dalla legge 11 febbraio 2019, n. 12, con riguardo alle tecnolo-

¹⁶ Utile richiamare sin d'ora le considerazioni di SCHNEIDER, *La partecipazione alla società nei mercati "tokenizzati" tra prospettive di regolazione e di "governance"*, in *Rivista di diritto bancario*, 4/2022, 2, p. 290 ss. per una prima analisi del grado di ammissibilità di azioni *tokenizzate* nell'ordinamento europeo e nazionale, avendo riguardo al principio di neutralità tecnologica e alle regole comuni che presidiano la partecipazione al capitale delle società, riscontrando limitati margini normativi che consentivano - prima del DL 25/2023 - lo sfruttamento della DLT ai fini della rappresentazione della proprietà azionaria.

gie basate su registri distribuiti.¹⁷ Trattasi, in concreto, di un'opzione definitiva che appare destinata a ricomprendere un insieme variegato di sedi di negoziazione alternative a quelle che, in conformità alla normativa MiFID, sono incentrate su un sistema centralizzato di scambio degli strumenti e delle informazioni ad esse relative. Da qui, l'aspettativa di un intervento pubblico proteso verso il continuo monitoraggio delle sedi alternative in parola, al fine di verificare che un'architettura informatica decentralizzata e distribuita assicuri comunque un sistema di controllo in grado di minimizzi il rischio di manipolazioni dei contenuti.

È in tale prospettiva, quindi, che deve esser considerato il complesso dispositivo per l'emissione e la circolazione di strumenti finanziari scritturati su un registro per la circolazione digitale.¹⁸ Trattasi, infatti, di disposizioni che recano un complesso *ostile* alla formula ingegneristica dell'asserita inalterabilità delle operazioni (per solito associata alle catene crittografate), ma preordinato ad individuare un centro di potere cui imputare la responsabilità per una qualsiasi forma di alterazione di una transazione digitale che sia stata autorizzata dal sistema e aggiunta al relativo registro. Se ne deduce, quindi, che il quadro normativo di riferimento non si ancora ad un incondizionato affidamento sulla capacità della crittografia e della telematica di assicurare la corretta circolazione dei dati trascritti.

3. La regolazione delle specificità operative...

Il nesso tra digitalizzazione e riserva (o meglio, tra la digitalizzazione degli strumenti finanziari e la sottoposizione a riserva dell'attività di tenuta del registro che ne consente l'esecuzione) reca conseguenze specifiche sul piano soggettivo ed oggettivo. È, dunque, utile evidenziare che il Regolamento europeo

¹⁷ Cfr. BEFANI, *Certeza, consenso e certificazioni informatiche: problemi e prospettive di un approccio giuridico al fenomeno delle tecnologie basate sui registri distribuiti*, in *Il diritto dell'economia*, 2021, p. 77 ss.

¹⁸ Cfr. MATTASSOGLIO, *Le proposte europee in tema di "crypto-assets" e DLT ["Distributed Ledger Technology" - Tecnologia a Registro Distribuito]. Prime prove di regolazione del mondo "crypto" o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando "bitcoin")?*, in *Rivista di diritto bancario*, 2/2021, 1, p. 413 ss. ove si evidenzia che il regolatore europeo sembra focalizzarsi su un ambito limitato, dando la sensazione di voler selezionare e legittimare solo alcuni prodotti e processi del mondo "crypto" e in particolare la "DLT permissioned" e il fenomeno della tokenizzazione. Tale scelta - evidenzia l'A. - corre però il rischio di escludere la disintermediazione garantita dalle tecnologie "permissionless" (anche se, più che un rischio - ad avviso di chi scrive - sembra che tale esclusione sia un obiettivo dei policy makers).

e il decreto legge sembrano rispondere alla preferenza (dei policy maker) per una specifica impostazione tecnologica, nella quale i nodi cui fa riferimento la rete e la relativa distribuzione sono definiti, in ossequio ad un'opzione atta a preferire l'imputabilità delle responsabilità riferibili all'esercizio dell'attività riservata in parola.

Ed invero, appare significativa l'opzione disciplinare (recata dall'art. 3 del DL 25/2023) secondo cui la deroga all'impostazione della MiFID è limitata ai casi in cui il registro distribuito sia tenuto da un «responsabile del registro» o dal gestore di una delle infrastrutture di mercato DLT, nonché dalla Banca d'Italia o dal Ministero dell'economia e delle finanze ovvero dagli eventuali ulteriori soggetti individuati nell'esercizio della menzionata potestà regolamentare (ai sensi dell'articolo 28, comma 2, lettera i).¹⁹

Inoltre, sono previsti specifici requisiti di funzionamento del registro, indicati dall'art. 4 del DL 25/2023 nel riferimento a canoni di integrità, autenticità, ripudiabilità, duplicabilità e validità delle scritturazioni attestanti la titolarità e il trasferimento degli strumenti finanziari digitali (e i relativi vincoli, da costituire unicamente mediante scritturazione nel registro, ai sensi dell'art. 9 del DL 25/2023).²⁰ A ciò si aggiunga, poi, l'obbligo di una tecnologia che consenta di identificare in qualsiasi momento, direttamente o indirettamente, gli elementi essenziali delle operazioni (avendo riguardo alle informazioni relative ai beneficiari delle scritturazioni, alla specie e al numero degli strumenti finanziari digitali da ciascuno detenuti); identificazione che deve esser possibile sia per il titolare degli strumenti finanziari digitali, sia per la Consob ed la Banca d'Italia.²¹

¹⁹ Cfr. ZETZSCHE - BUCKLEY - ARNER, *The Distributed Liability of Distributed Ledgers: Legal Risks of Blockchain*, in *University of Illinois Law Review*, 2017-2018, ove si ipotizza che, in presenza di dati distribuiti tra molti registri, i tribunali potrebbero ritenere che i progetti DLT costituiscano joint venture e che la responsabilità sia ripartita tra tutti i proprietari e gli operatori dei sistemi che fungono da *ledger*.

²⁰ Cfr. BLEMUS, *Law and Blockchain: A Legal Perspective on Current Regulatory Trends Worldwide*, in *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, 2017 ove l'A. tratta ampiamente e confronta le attuali tendenze normative in atto in alcuni Paesi, muovendo dalla considerazione che questa tecnologia, nell'esser dirompente e decentralizzata, solleva questioni di business fondamentali per gli operatori di mercato, le banche centrali e le autorità di regolamentazione finanziaria.

²¹ Non a caso, i mezzi di accesso agli strumenti finanziari digitali possono essere controllati non solo dal titolare dello strumento finanziario digitale (ovvero da una banca o da un'impresa di investimento per conto del titolare stesso), ma anche dal responsabile del registro, dal gestore di un'infrastruttura di mercato DLT (ai sensi dell'art. 17 del DL 25/2023).

Resta, quindi, da attendersi un significativo dibattito in ordine alla definizione di tecnologia DLT, in quanto essa - per un verso - non è esaustiva delle possibili applicazioni della blockchain e - peraltro - perimetra i requisiti di robustezza (superando il principio di neutralità tecnologica generalmente invocato sinora).²²

Ciò posto, va considerato che l'opzione per il regime pilota comporta l'applicazione di un sistema di regole equivalenti a quelle previste nei regimi cartolari e scritturali in ordine alla legittimazione, agli effetti del possesso in buona fede ed alle eccezioni opponibili (previste, infatti, dagli art. 5 e 6 del DL 25/2023). Analogamente è a dirsi per le regole di legittimazione all'intervento in assemblea e di esercizio del diritto di voto (art. 7), pagamento di dividendi, interessi e rimborso del capitale (art. 8); ambiti che - a ben considerare - possono fruire più di altri degli effetti della digitalizzazione, stante la possibilità che alle prerogative degli strumenti finanziari tradizionali siano aggiunti automatismi e programmazioni di nuova generazione (anche per l'esecuzione degli adempimenti posti in capo ai relativi emittenti). Non a caso, la disciplina speciale consente di formare e tenere il libro dei soci e il libro degli obbligazionisti attraverso il registro per la circolazione digitale (anche in deroga a quanto previsto dall'articolo 2215-bis c.c., salvo il limite dell'applicabilità del disposto del comma 5, del medesimo articolo 2215-bis).²³

Per di più, il criterio dell'equivalenza funzionale è stato applicato anche alle intestazioni dei titoli, consentendo alle banche ed alle imprese di investimento di agire in nome proprio e per conto dei clienti. Vengono, quindi, ammessi tre modelli operativi, rispettivamente riferibili (i) alla interposizione scritturale dell'intermediario che detiene in nome proprio gli strumenti (cd. intermediato), (ii) alla diretta titolarità del *wallet* in capo all'investitore e alla disponibilità delle chiavi di accesso da parte dell'intermediario (cd. parzialmente intermediato); alla operatività diretta ed esclusiva dell'investitore (cd. di-

Anche in questo caso, la norma coglie le specificità della tecnologia; cfr. WALCH, *Deconstructing 'Decentralization': Exploring the Core Claim of Crypto Systems*, in AA.VV., *Crypto Assets: Legal and Monetary Perspectives*, Oxford 2019.

²² Cfr. CIRAOLLO, *L'ecosistema digitale e l'evoluzione dei mercati*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 4s/2022, 2, p. 342 ss. ove l'A. si concentra su alcuni aspetti problematici relativi al rapporto tra innovazione digitale e regolamentazione dei mercati finanziari, con particolare riferimento a MiCAR, DLT Pilot Regime e ECSPR; egli ne evidenzia la complessità della riconciliazione di regole verticali e orizzontali, talora anche conflittuali tra loro.

²³ Cfr., per una prima rappresentazione delle norme in esame, MALVAGNA, *Digital securities: prime note sul decreto di attuazione del DLT Pilot*, in *Dirittobancario.it*, 20 marzo 2023.

sintermediato). Se ne deduce un approccio neutrale del Governo rispetto all'affermazione di uno dei predetti modelli, donde la possibilità di seguire gli orientamenti del mercato rispetto alla domanda dei servizi di intermediazione in questo comparto.²⁴

Va da sé che la natura digitale e la programmabilità di strumenti e registri avrebbero potuto consentire una semplificazione delle operazioni che prevedono l'identificazione dell'effettivo investitore; tuttavia tale possibilità non ha portato al divieto di un'operatività del gestore in nome e per conto di un proprio cliente, per cui sarà possibile ipotizzare meccanismi che consentano l'interazione tra il registro distribuito e le scritture operate nel conto tenuto del gestore stesso; registrazioni che - ai sensi del decreto legge in parola - conferiscono legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti e alla costituzione dei vincoli sugli strumenti finanziari digitali. Ciò, previa applicabilità, in quanto compatibili, delle disposizioni di cui agli artt. 83-*quater*, comma 3, e da 83-*quinquies* a 83-*decies* del TUF (che, pertanto, risultano derogatorie rispetto alla disciplina all'uopo prevista dagli articoli da 5 a 9 del DL 25/2023).²⁵

Passando poi alle conseguenze della digitalizzazione, il DL 25/2023 prende in considerazione le caratteristiche degli strumenti finanziari disciplinati dal nostro ordinamento in una prospettiva orientata verso l'attuazione di presidi regolamentari atti a preservare i diritti dei relativi sottoscrittori. In particolare, nel regolare i contenuti degli strumenti ed i flussi informativi che ai medesimi si accompagnano, introduce l'obbligo di assicurare l'accessibilità alle informazioni che la normativa comune dispone in ordine a contenuti e limiti di azioni e obbligazioni (rispettivamente indicati negli artt. 2354 e 2355-*bis* c.c., nonché 2414 e 2483 c.c., a seconda dei casi). Analogamente è a dirsi per il caso delle azioni o delle quote degli organismi di investimento collettivo del risparmio, anche si nota una differente declinazione degli

²⁴ Cfr. HONDIUS, *The Protection of the Weak Party in a Harmonised European Contract Law: A Synthesis*, in *Journal of Consumer Policy*, 2004, p. 245 ss.; MIGLIONICO, *Innovazione tecnologica e digitalizzazione dei rapporti finanziari*, in *Contr. e impr.*, 2019, p. 1376 ss.

²⁵ Sia consentito richiamare le considerazioni di GRECO, *La metamorfosi del deposito titoli, tra dematerializzazione e direttive Mifid*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2/2021, 1, p. 187 ss. in ordine al pervasivo ruolo dei depositari centrali, destinatari di una disciplina specifica che ne orientano le attività verso fine di tutelare la stabilità e il buon funzionamento dei mercati finanziari. Ed invero, l'A. esamina i profili critici degli obblighi informativi del custode e indica le principali modificazioni tipologiche dell'attività di custodia titoli dopo la Mifid II.

adempimenti a seconda dell'opzione per la forma societaria o meno per la costituzione dell'OICR.²⁶

In definitiva, può dirsi che l'intervento disciplinare non si estende sino a considerare le possibilità offerte dalla tecnologia e, quindi, non introduce obblighi in ordine a flussi informativi ulteriori, né accelera le tempistiche di sviluppo di taluni automatismi che la digitalizzazione potrebbe incorporare negli strumenti finanziari; da qui, un ambito di libertà che i privati non dovranno sfruttare per rimanere adagiati sui modelli tradizionali, ma che potranno auspicabilmente utilizzare per progettare strumenti finanziari digitali maggiormente appetibili per investitori sofisticati (*rectius*: interessati ad un bagaglio informativo di maggior peso e qualità rispetto a quello ordinariamente disponibile attraverso le infrastrutture tradizionali).

4. (segue) e dell'emissione degli strumenti finanziari digitali

Il DL 25/2023 affronta in maniera integrale il fenomeno dell'emissione e della circolazione degli strumenti finanziari digitali, attraverso opzioni disciplinari che si propongono di adattare l'impostazione tradizionale al concreto funzionamento della tecnologia in parola. A monte di tali opzioni si ravvisa l'intento di evitare l'integrale disintermediazione delle infrastrutture tipiche dei mercati dei capitali, ammettendo possibilità operative che prevedano di superare l'elemento della centralizzazione, in favore di modelli che tuttavia possono anche arrivare alla operatività diretta ed esclusiva dell'investitore (nel modello disintermediato).²⁷

Alla luce di quanto precede si comprendono le ragioni per le quali il Governo italiano ha declinato il proprio intervento muovendo dall'assunto che la digitalizzazione, la scritturazione in un registro distri-

²⁶ ZETZSCHE - BUCKLEY - ARNER, *The Distributed Liability of Distributed Ledgers: Legal Risks of Blockchain*, in *University of Illinois Law Review*, 2017-2018, ove si conclude che "With data distributed among many ledgers, legal risk will remain".

²⁷ Cfr. GITTI, *Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1/2020, 1, p. 13 ss. ove l'A. - dopo aver avanzato disamina delle caratteristiche del soggetto emittente e delle condizioni di emissione più diffuse - propone una tassonomia dei token, considerando anche le principali proposte di regolazione a livello internazionale.

buito e il regime di forma e circolazione dello strumento non sono immutabili nel tempo.²⁸ Ed invero, il decreto legge impone agli emittenti di prevedere una 'strategia di transizione' per il trasferimento delle scritturazioni a un diverso registro o per il mutamento del regime di forma e circolazione. Tale strategia è soggetta ad obblighi di chiarezza, esaustività e trasparenza, nonché ad uno specifico potere di verifica posto in capo al responsabile del registro.

Va sa sé che la fattispecie in considerazione può attivarsi in conseguenza di opzioni gestorie ovvero di situazioni contingenti che presentino profili patologici. Conseguenza, dunque, la possibilità che il superamento dell'opzione originaria (per una forma o un registro) possa avvenire dopo la cessazione del registro ovvero la cancellazione o sospensione del relativo responsabile. Si noti sin d'ora che, in questo ambito regolamentare, le difficoltà operative rivenienti dai predetti eventi non possono essere risolte mediante un'apposita procedura di amministrazione straordinaria, salvo il caso in cui quest'ultima possa essere attivata in ragione della sottoposizione del responsabile ad un concorrente regime di supervisione e dei relativi presupposti (come potrebbe avvenire qualora, ad esempio, il responsabile fosse una banca incorsa in gravi irregolarità nell'amministrazione).²⁹

Si noti, peraltro, che al di fuori dei casi testé menzionati (disciplinati dall'art. 14), il mutamento del regime di forma e circolazione può essere deliberato dall'emittente, purché sia consentito dallo statuto o dai termini e dalle condizioni di emissione degli strumenti finanziari digitali.³⁰ Ciò, con riferimento sia

alla digitalizzazione, sia al processo inverso. Utile, in proposito, soffermarsi sul riferimento alle previsioni statutarie e alle condizioni di emissione, in quanto è invece esplicita la volontà del regolatore di riconoscere ai privati un 'diritto di ripensamento', per poter accedere o recedere dal processo di digitalizzazione in base agli accordi convenuti con gli investitori di riferimento. Tuttavia, la regola in considerazione non stabilisce una prevalenza tra le due fonti (i.e. statuto e condizioni), né determina - in caso di contrasto - le conseguenze di un eventuale modificazione che non sia conforme ad entrambe le fonti. Del resto, la norma non indica neanche l'organo dell'emittente che sia competente ad assumere la predetta delibera (necessaria per tale modificazione).³¹

5. I soggetti responsabili del registro distribuito

Nel DL 25/2023, gli strumenti finanziari digitali non sono regolati con riferimento al contenuto scritturale della componente tecnologica, ma avendo riguardo al relativo regime di circolazione.³² Inoltre, l'opzione normativa consente l'emissione di strumenti finanziari digitali su un solo registro per la circolazione digitale, tenuto da un unico responsabile iscritto nell'apposito elenco. Ciò, si ricollega all'esigenza che vi sia univocità nella individuazione degli obblighi posti in capo al responsabile e del gestore (a seconda dei casi), i quali devono presidiare la strutturazione e il funzionamento del registro in conformità alla disciplina speciale, assicurando la correttezza, l'aggiornamento nel continuo e la completezza

²⁸ Cfr. WALCH, *Deconstructing 'Decentralization': Exploring the Core Claim of Crypto Systems*, in AA.VV., *Crypto Assets: Legal and Monetary Perspectives*, Oxford 2019, laddove l'analisi muove dall'assunto secondo cui "the SEC has suggested that the 'decentralization' of a blockchain system may have legal consequences", per cui le conclusioni arrivano ad affermare che "in suggesting that blockchain systems lack sites of centralized power, the term 'decentralized' in effect functions as a liability shield for those operating the systems (developers and miners), creating what I call a 'Veil of Decentralization' and giving a core benefit of organizational law to participants in these systems without accompanying obligations. Further, misunderstanding the power dynamics within blockchain systems can lead to faulty risk assessments, in that we may view the tokens of these systems as less malleable than they actually are. This errant risk assessment affects direct uses of the tokens as well as any financial products that use them as infrastructure, and may affect our understanding of them as commodities or money".

²⁹ Sull'utilità di tale procedura, cfr. il recente contributo di ROSSANO, *Prime riflessioni sulla sentenza del Tribunale UE sul caso Carige: tra formalismo giuridico e realtà fattuale*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2022, 2, p. 67 ss.

³⁰ Cfr. SANTAGATA, *Intelligenza artificiale, adeguatezza degli assetti "tecnici" e principio di precauzione nell'amministrazione delle società quotate*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2022, p. 307 ss. ove l'A. affronta il problema

dell'uso dell'intelligenza artificiale (assistita od aumentata) nelle società quotate nella peculiare prospettiva della strumentalità della clausola generale di adeguatezza degli assetti organizzativi al principio di precauzione. Con riferimento al funzionamento del consiglio di amministrazione, egli indica taluni possibili presidi di governo societario volti a consentire, tra l'altro, una costante mappatura dei rischi ad essi correlati e auspicando l'obbligatoria previsione di un apposito dirigente preposto alla digitalizzazione negli emittenti quotati, indicandone le ricadute sulla disciplina della responsabilità dei consiglieri non esecutivi.

³¹ Assumendo l'intento di agevolare l'accesso delle imprese alle emissioni in parola, vengono in considerazione le conclusioni di ANNUNZIATA, "Il migliore dei mondi possibili"? L'accesso delle PMI [Piccole e Medie Imprese] alle "trading venues": libertà, condizionamenti e "gold plating", in *Rivista delle società*, 2021, p. 1175 ss. in ordine alla ricerca di un punto di equilibrio tra autonomia, accesso al mercato, e vincoli alla libertà d'impresa, in considerazione della ricerca di modelli 'ipervirtuosi' che, da qualche tempo, impegna prassi e regolazione.

³² Al riguardo, è tuttavia previsto che l'emittente notifichi alla Consob le caratteristiche dell'emissione e le ulteriori informazioni eventualmente individuate dalla normativa secondaria.

delle informazioni.³³

Avendo riguardo, poi, all'individuazione dei soggetti che possono essere iscritti nell'elenco dei responsabili dei registri per la circolazione digitale (recata nel disposto dell'art. 19, DL 25/2023) occorre osservare che, a fini interpretativi, l'insieme di tali soggetti può essere distinto in due sottogruppi, in ragione della possibilità di svolgere l'attività di responsabile del registro con riferimento a strumenti digitali (i) emessi da soggetti terzi ovvero (ii) esclusivamente con riferimento a quelli emessi dagli stessi.

Appartengono al primo sottogruppo alcuni intermediari vigilati (i.e. banche, imprese di investimento e gestori del mercato stabiliti in Italia) e i soggetti stabiliti in Italia, diversi dai precedenti, che verranno iscritti dalla Consob nel relativo elenco; nel secondo sottogruppo sono ricompresi, invece, gli intermediari finanziari iscritti all'albo di cui all'articolo 106 del TUB, gli istituti di pagamento, gli istituti di moneta elettronica, i gestori (di organismi di investimento collettivo del risparmio) e le imprese di assicurazione o riassicurazione stabiliti in Italia, nonché gli emittenti con sede legale in Italia. Ciò, in un contesto in cui è stata prevista l'iscrizione di diritto nell'elenco dei depositari centrali italiani che intendono svolgere l'attività di responsabile del registro in via accessoria (salva l'esigenza di ottenere un'autorizzazione ai sensi degli articoli 16 e 19 del Regolamento (UE) 909/2014, rilasciata previa valutazione del rispetto delle condizioni per l'iscrizione nell'elenco previste dall'articolo 20, comma 3, DL 25/2023).

Completa l'insieme dei responsabili dei registri il riferimento normativo ad ulteriori soggetti che possono essere individuati con regolamento dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia; riferimento che potrà ampliare le possibilità di concorrenza nel comparto (anche con riguardo all'ingresso delle succursali italiane di imprese estere o altre formule che possano incentivare l'attrattività del nostro Paese rispet-

³³ Cfr. MILLS - WANG - MALONE - RAVI - MARQUARDT - BADEV - BREZINSKI - FAHY - LIAO - KARGENIAN - EL-LITHORPE - NG - BAIRD, *Distributed Ledger Technology in Payments, Clearing, and Settlement*, in *FEDS Working Paper No. 2016-095*, 2016, ove gli AA. affrontano le novità recate dalla Distributed Ledger Technology (DLT) considerandola come un mezzo per trasformare i processi di pagamento, compensazione e regolamento (PCS), nonché per innovare le modalità di trasferimento dei fondi e di compensazione e regolamento di titoli, materie prime e derivati. Ne conseguono utili considerazioni per comprendere che la tecnologia in parola sia una combinazione di componenti, anche *peer-to-peer*, per l'archiviazione distribuita dei dati e la crittografia, utili per archiviare, registrare e trasferire gli asset.

to alle opzioni organizzative dei maggiori *player* internazionali).³⁴

Soffermandosi sui cd. soggetti diversi (che intendono esercitare l'attività di tenuta del registro distribuito), va considerato che la norma non impone un oggetto sociale esclusivo, né nega la possibilità di esercitare una delle altre attività riservate previste dal nostro ordinamento (quale, ad esempio, quella delle società di consulenza finanziaria). Risulta, dunque, auspicabile che la normativa secondaria chiarisca le eventuali interferenze tra la tenuta del registro e lo svolgimento delle altre attività che danno contenuto all'oggetto sociale di tale tipologia di soggetti.

Ovviamente, l'ampiezza della categoria in parola risponde all'esigenza di promuovere presso un'ampia platea di destinatari l'accesso all'attività di responsabile del registro e, quindi, la diffusione della tecnologia DLT nel mercato finanziario, auspicando che per tal via si possa promuovere l'automazione e il miglioramento delle dinamiche informative, nonché l'adempimento dei compiti connessi al perseguimento di obiettivi ulteriori (qual è, ad esempio, la sostenibilità finanziaria).³⁵

Quanto ai requisiti richiesti per l'esercizio dell'attività di responsabile, è previsto l'obbligo di assumere la forma di società per azioni, all'uopo destinando all'impresa un capitale sociale non inferiore ad Euro centocinquanta. Appare utile evidenziare che tale soglia appare destinata ad assolvere ad una funzione meramente selettiva, operando come barriera all'ingresso; ciò in quanto la normativa richiede all'istante di presentare una copertura di tipo assicurativo o un'altra adeguata forma di garanzia, a copertura della responsabilità per i danni che possono derivare dall'assunzione del ruolo di responsabile del registro. Ulteriori requisiti, poi, potranno essere previsti in sede di adozione del regolamento previsto dall'art. 24 del DL 25/2023;³⁶ ciò sia per i soggetti diversi, sia per gli ulteriori soggetti individuati dal

³⁴ Cfr. MAUGERI, *La Risoluzione del Parlamento europeo del 20 ottobre 2020 sugli "Smart Contracts" nella prospettiva del diritto dei contratti e della concorrenza*, in *Contratto e impresa. Europa*, 1/2021, pp. 25-39.

³⁵ Si veda, in proposito, MACCHIAVELLO - SIRI, *Sustainable Finance and Fintech: Can Technology Contribute to Achieving Environmental Goals? A Preliminary Assessment of 'Green FinTech'*, in *European Banking Institute Working Paper Series*, 2020, ove gli AA. hanno inteso avviare un dibattito sul 'Green Fintech' in un ambito in cui la ricerca potrà collegare efficacemente i due processi di innovazione dell'industria finanziaria.

³⁶ A fini di completezza, si richiama l'obbligo di sottoposizione dei bilanci di esercizio a revisione legale.

regolamento stesso.³⁷

Non è questa la sede per soffermarsi sulla funzione del capitale sociale rispetto all'esercizio di un'attività riservata, né sugli effetti dell'apposizione di una barriera siffatta all'entrata nel mercato di riferimento.³⁸ Tuttavia, appare utile sottolineare che l'opzione per l'esternalizzazione degli effetti della responsabilità (riveniente dalla stipula di una polizza di assicurazione) comporta specifiche problematiche applicative e dubbi sulla costruzione degli incentivi che dovrebbero presidiare la prestazione del servizio in parola.

Ed invero, in primo luogo, occorre valutare gli ambiti della copertura, la sua operatività in caso di dolo o colpa (anche lieve) del responsabile, nonché l'eventuale previsione di un diritto di rivalsa da parte della compagnia. A ben considerare, quest'ultimo profilo rappresenterebbe un incentivo per l'imprenditore a dotarsi di una struttura organizzativa atta a prevenire ogni tipo di rischio (invece di suggerire la possibilità di tenere comportamenti che possano esser imprudenti, ma che risulti conveniente coprire solo con la relativa polizza). Trattasi, quindi, di un aspetto di specifico rilievo in quanto potrebbe incidere sulle modalità di esercizio dell'attività, ammettendo forme di deresponsabilizzazione che potrebbero indurre operatori *poco professionali* ad orientarsi in un senso opposto a quello indicato con costanza dal sistema della vigilanza prudenziale (ove si misurano ed internalizzano i rischi attraverso presidi patrimoniali di specifico rilievo).

Sotto altro profilo, va considerato che l'istante deve portare a conoscenza della Consob lo statuto, la registrazione presso il registro nazionale delle imprese e una relazione tecnica illustrativa dell'iniziativa. Se ne deduce l'opzione per un'autorizzazione che segue la costituzione della società, con l'ovvia

³⁷ Sulle dinamiche della regolazione secondaria, cfr. AMOROSINO, *Imprese e mercati tra autonomia privata e regolazioni pubbliche. Appunti per una lezione inaugurale.*, in *Rivista di diritto bancario*, 2019, 1, p. 11 ss. ove si evidenzia il rischio che il potere pubblico, da semplice strumento per un "levelling playing field", penetri sempre più nei rapporti privati tra i singoli attori del mercato.

³⁸ Utile un richiamo a ENRIQUES - MACEY, *Raccolta del capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002, 78 ss.; DENOZZA, *A che serve il capitale?* (Piccole glosse a L. Enriques-J.R. Macey, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*), in *Giur. comm.*, 2002, I, 585 ss.; ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 607 ss.; DENOZZA, *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 489 ss.

conseguenza di disincentivare iniziative dedicate ed esclusive alla tenuta del registro, in quanto - per un verso - si richiede ai promotori di sostenere gli oneri della costituzione e di procedere al versamento del capitale (che dovrà restare nell'impresa inattiva per il tempo dell'autorizzazione) e - per altro - l'eventuale diniego della autorizzazione porterebbe alla modifica dell'oggetto sociale ovvero alla liquidazione della società neocostituita.

6. Requisiti, obblighi, responsabilità e sanzioni

A questo punto dell'indagine appare evidente che l'attività riservata in esame può esser esercitata sia da soggetti sottoposti ad altre forme di supervisione, sia da soggetti diversi che non sono stati destinatari di precedenti controlli all'ingresso nel mercato dei capitali.³⁹ È questo il presupposto che induce il Governo italiano a fissare requisiti di governo societario, di organizzazione amministrativa e contabile, nonché in materia di controlli interni per i soli soggetti di cui all'articolo 19, comma 1, lettera d.

Sul piano soggettivo, tali requisiti si compendiano nell'idoneità allo svolgimento dell'incarico dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, previo accertamento della loro onorabilità.⁴⁰ Inoltre, sul piano organizzativo, i soggetti diversi si devono dotare anche di una struttura che definisca chiaramente linee di responsabilità trasparenti e coerenti, nonché di efficaci sistemi dei controlli interni, tecnologie informatiche (ICT) e politiche per le esternalizzazioni (unitamente ad idonee procedure amministrative e contabili).⁴¹ Trattasi, dunque, di un compendio che richiama elementi

³⁹ Cfr. PISELLI, *Quando la decentralizzazione delle DLT ["Distributed Ledgers Technology" - Tecnologia a registro distribuito] incontra il mercato dei capitali. Appunti sulle organizzazioni decentralizzate*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1/2019, p. 373 ss. ove l'A. si sofferma sul ruolo delle organizzazioni decentralizzate che fanno ricorso alla tecnologia dei registri distribuiti.

⁴⁰ Trattasi di un riferimento agli elementi che tradizionalmente qualificano gli esponenti aziendali; cfr. sul punto TURELLI, *Professionalità, competenza degli amministratori e "board diversity"*, in *Rivista delle società*, 2022, p. 433 ss. sul tema del 'rafforzamento qualitativo'; tema che, nel comparto in esame, si estende necessariamente alle capacità e alle cognizioni tecnologiche.

⁴¹ In ordine all'obbligo dell'idoneità ed alla relativa valutazione, cfr. PRESTI, *Requisiti e criteri di idoneità degli amministratori di banche: il consiglio come giudice di se stesso*, in *Banca Impresa Società*, 2022, p. 3 ss. nel quale l'analisi di requisiti e criteri che il consiglio di amministrazione di una banca deve utilizzare per valutare l'idoneità dei suoi membri fa da presupposto alla valutazione della compressione del potere degli azionisti di scegliere liberamente gli amministratori della società. Tuttavia, l'A. conclude che una riduzione di potere siffatta si coniuga con la va-

essenziali della vigilanza prudenziale, la cui definizione sarà curata in sede applicativa, attraverso i poteri di vigilanza regolamentare di seguito indicati.⁴²

Analogamente presiede la materia dei conflitti di interesse, che il soggetto dovrà presidiare mediante l'implementazione di efficaci politiche per l'identificazione, la prevenzione, la gestione e la trasparenza degli stessi.⁴³

Ciò posto, appare utile soffermarsi sulla scelta di introdurre una soluzione di continuità nell'intervento pubblico, distinguendo i responsabili del registro per significatività.⁴⁴ Trattasi di una distinzione che potrà far riferimento a criteri (individuati con regolamento dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia) riferibili: (i) al numero degli emittenti i cui strumenti sono scritturati nel registro; (ii) al numero, al controvalore e alle caratteristiche delle emissioni scritturate sul registro; (iii) alla complessità operativa e organizzativa del responsabile del registro, nonché alle sue dimensioni; (iv) all'interazione con altri registri, servizi o sistemi di pagamento, infrastrutture tecnologiche o di rete di cui all'articolo 146 del TUB, intermediari bancari o finanziari; come indicato dall'art. 28 del DL 25/2023.⁴⁵

Si comprende, in tale logica, l'opzione per il principio di proporzionalità; tuttavia, si riscontra una evidente lacuna sul piano della governance aziendale, in quanto si consente di attribuire la gestione dei responsabili non significativi a persone prive dei requisiti di professionalità che qualificano in maniera trasversale il mercato dei capitali.⁴⁶ Queste persone, infatti, sono sottoposte ad un mero vaglio di

lorizzazione del ruolo degli amministratori e, soprattutto, delle autorità di vigilanza in quanto è espressione del principio di sana e prudente gestione.

⁴² Si veda, in riguardo, ANGELINI, *La recente proposta della Commissione europea di modifica delle regole prudenziali per le banche: un quadro d'insieme e una prima valutazione*, Roma, 19 Gennaio 2022

⁴³ Utile segnalare che gli intermediari vigilati operano in un contesto minato da variegati e mutevoli profili di conflitto; cfr. SACCO GINEVRI, *Il conflitto di interessi nella gestione delle banche*, Bari, 2016, p. 48 ss.

⁴⁴ In ordine alla valutazione della significatività ed alla intensità dei controlli in applicazione del principio di proporzionalità, cfr. CAPRIGLIONE, *Crisi bancarie e crisi di sistema. Il caso Italia*, in *federalismi.it*, 2020, p. 1 ss.

⁴⁵ Al riscontro della significatività consegue l'applicazione di requisiti rafforzati in materia di esponenti aziendali, nonché della disciplina delle partecipazioni al capitale (prevista dagli artt. 14 - 16 del TUF).

⁴⁶ Cfr. SABBATELLI, *Bcc [Banche di credito cooperativo]: requisiti degli esponenti aziendali e principio di proporzionalità*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 3s/2018, p. 191 ss. secondo la quale un'efficace corporate governance è fondamentale anche per il sistema economico-sociale, tenendo conto delle esternalità rivenienti

'idoneità' allo svolgimento dell'incarico, senza che il decreto indichi alcun parametro di valutazione al riguardo. Peraltro, gli oneri connessi all'introduzione di obblighi di professionalità - anche nelle forme minimali di affrontate nel seguito di questa analisi - non sembrano qualificarsi come barriere all'entrata superiori a quelle conseguenti alla previsione di una soglia di capitale rafforzata ovvero all'obbligo di procedere alla preventiva costituzione del veicolo societario.⁴⁷

Non a caso, nel comparto in esame, trasparenza, diligenza e correttezza sono canoni comportamentali che non esauriscono la loro valenza nell'orientare l'azione dei responsabili del registro (come disposto dall'art. 23, DL 25/2023), ma si estendono sino a condizionare il funzionamento del registro distribuito e, dunque, le dinamiche di circolazione degli strumenti finanziari digitali. Sicché, l'esercizio dell'attività riservata deve essere subordinato all'adozione di meccanismi e dispositivi adeguati a impedire l'utilizzo degli strumenti finanziari digitali da parte di soggetti diversi dai legittimati, ad assicurare la continuità operativa e il ripristino dell'attività, nonché a mantenere l'integrità dei dati e delle scritturazioni. Ciò, in un contesto di piena trasparenza, in quanto l'informativa relativa agli elementi testé indicati non è rivolta alle sole autorità di vigilanza, ma è contenuta in un documento che deve essere disponibile per il pubblico (in una forma elettronica accessibile e consultabile in ogni momento, art. 24, comma 3, DL 25/2023). Da qui, una specifica fonte atta a segnalare le *best practices* di mercato e, pertanto, a con-

dall'esercizio di un'attività riservata, richiamando l'attenzione sui possibili inconvenienti, in termini di principi e applicazioni pratiche, nella valutazione dell'idoneità degli esponenti aziendali.

In proposito, si segnala l'impostazione proposta da MASERA - ROSSANO, *Requisiti degli esponenti aziendali negli intermediari finanziari: spunti di riflessione*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2021, 1, p. 276 ss., secondo i quali tra le numerose e complesse sfaccettature di una buona governance, un ruolo primario è svolto dalla valutazione dell'idoneità e della correttezza dei membri del consiglio di amministrazione.

Si vedano, altresì, SARTORI, *L'indipendenza degli esponenti aziendali nelle società quotate e nelle imprese bancarie*, in *Rivista di diritto bancario*, 2020, 1, p. 113 ss.; Rotondo, *L'applicazione dei principi di proporzionalità e ragionevolezza nella regolamentazione italiana dei mercati finanziari*, in *Diritto del mercato assicurativo e finanziario*, 2017, p. 8 ss.

⁴⁷ Sicché, appare auspicabile quantomeno che la soglia di significatività sia posta a livelli minimali, tali cioè da consentire - oltre alla salvaguardia della stabilità del mercato, anche - la tutela del risparmio che circola nei registri di minori dimensioni.

Cfr. CIPOLLONE, *Risposte (e proposte) della Banca d'Italia alle sfide dell'evoluzione tecnologica*, in *Rivista di diritto bancario*, 2022, 1, p. 595 ss. in ordine all'impegno della Banca d'Italia rispetto alla definizione di standard e "best practices" condivisi con il settore privato e ispirati a un approccio di co-regolazione volto a garantire un'innovazione tecnologica robusta e sana.

sentire la formazione di orientamenti consolidati in ordine alle prassi di funzionamento che rispondono al meglio alle esigenze del mercato e dei clienti.⁴⁸

A completamento degli obblighi previsti per i 'soggetti diversi' vanno indicati quelli che attendono allo svolgimento dei compiti dell'organo di controllo e dei soggetti incaricati della revisione legale dei conti (art. 25, DL 25/2023). Essi, infatti, sono tenuti a comunicare, senza indugio, irregolarità o violazioni di cui vengano a conoscenza nell'esercizio dei propri compiti, nonché di quanto possa pregiudicare la continuità dell'impresa (o comportare un giudizio negativo, un giudizio con rilievi o una dichiarazione di impossibilità di esprimere un giudizio sui bilanci).⁴⁹

Non v'è dubbio che l'esercizio di un'attività siffatta coinvolge interessi e patrimoni estranei al rapporto bilaterale che intercorre tra il responsabile del registro e l'emittente degli strumenti finanziari digitali.⁵⁰ Tale attività, infatti, influenza investitori e stakeholders, per cui si proietta verso una dimensione multilaterale di rilievo sistemico (per il comparto di riferimento). Si comprende, pertanto, la rilevanza della responsabilità connessa all'esercizio dell'attività stessa, unitamente alla ragione che ha motivato il Governo a tentare di definire il regime di responsabilità civile del responsabile del registro (art. 26, DL 25/2023). Ed invero, il disposto normativo indica che il responsabile risponda dei danni derivanti dalla tenuta del registro verso l'emittente (se soggetto diverso dal responsabile del registro) e verso il soggetto in favore del quale le scritturazioni sono state effettuate o avrebbero dovuto essere effettuate, salvo che dia prova di avere adottato tutte le misure idonee ad evitare il danno.⁵¹ Ed ancora, la declina-

48 Tale conclusione segue l'impostazione pubblicata in LEMMA; *Best practices e altri aspetti della soft law*, in *Mondo Bancario* 2006, fasc. 4, p. 9 ss.

49 Tale comunicazione è destinata alla Consob e, nel caso di responsabili significativi, anche alla Banca d'Italia.

50 Cfr. DI NELLA, "Smart Contract", "Blockchain" e interpretazione dei contratti, in *Rassegna di diritto civile*, 1/2022, p. 48 ss. ove si affronta il tema degli "smart contract" alla luce del vigente diritto dei contratti, per poi concentrarsi sulle questioni della interpretazione dei negozi posti in essere con il ricorso a registri distribuiti.

51 Cfr. BIVONA, "Smart contracts" e "interferenze" con la disciplina sui contratti: il sistema dei rimedi alla prova degli algoritmi, in *Persona e Mercato*, 4/2021, p. 776 ss. ove l'A. propone una riflessione su due questioni centrali, riferibili rispettivamente alla riconducibilità o meno degli accordi che fanno riferimento alla DLT alla nozione dell'art. 1321 c.c. (e, quindi, della loro soggezione alle regole sul contratto) e alle tendenze di coloro che reclamano l'autonomia degli "smart contracts" rispetto alle regole dello Stato e rifiutano interventi esterni alle parti, che potranno giovare solo di regole proprie. Ovviamente, entrambe le questioni sono affrontate avendo riguardo ai confini del diritto

zione delle responsabilità prosegue indicando che il medesimo soggetto risponde dei danni cagionati al soggetto in favore del quale è avvenuta la scritturazione o all'investitore, ove si tratti di soggetto diverso dal primo, sia che discendano da false informazioni o da informazioni comunque suscettibili di indurre in errore, sia che discendano dall'omissione di informazioni dovute, salvo che dia prova di avere adoperato la diligenza necessaria ad assicurare la correttezza e completezza delle informazioni dovute.

A ben considerare, non si ravvisa nel testo della norma un'espressa limitazione che circoscriva la responsabilità del soggetto in parola ai casi dianzi indicati, per cui non è possibile escludere *tout court* che siano soggetti al regime ordinario di responsabilità i danni subiti dai terzi (o, comunque, differenti da quelli presi in considerazione dalla norma).

Quanto all'onere probatorio, le due previsioni hanno riguardo ad un'inversione riferibile, nel primo caso, alla prospettazione di 'misure idonee' (ma evidentemente insufficienti) ad evitare il danno e, nel secondo caso, della diligenza necessaria per assicurare la correttezza e completezza delle 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. Quest'ultimo profilo appare foriero di dubbi in ordine all'equità di una soluzione che, in definitiva, potrebbe privare un soggetto (in favore del quale è avvenuta la scritturazione o l'investitore, ove si tratti di soggetto diverso dal primo) di una tutela avverso i danni cagionati da comportamenti attivi (consistenti nella divulgazione di false informazioni o di informazioni comunque suscettibili di indurre in errore) o omissivi (che hanno impedito la conoscenza di informazioni dovute).⁵²

privato e, seppur rilevando una sorta di crisi dell'imperatività della norma nazionale, risolte rifiutando le posizioni di matrice anti-statalista che si compendiano nella formula "code is law".

52 Sui principi posti a fondamento della responsabilità degli intermediari e delle altre imprese che esercitano un'attività riservata, cfr. PASSALACQUA, *Per una regolazione bancaria che incoraggia e tutela il risparmio*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 4/2021, 1, p. 525 ss. ove l'A. - considerando la necessità di costruire regole con una valenza sistemica - propone di ricondurre la tutela del risparmio al suo significato oggettivo, inteso come accumulo di capitale da impiegare in investimenti, produttivi di valore per il sistema economico. Anche perché questo significa garantire la stabilità finanziaria. Per ottenere l'effetto di stabilità, ella propone di riformare la regolamentazione bancaria, rendendola idonea a "proteggere" e "incoraggiare" il risparmio senza necessariamente elevarlo a diritto fondamentale.

Sotto altro profilo, appare utile soffermarsi sulle ipotesi di sospensione e cancellazione dall'elenco dei responsabili dei registri per la circolazione digitale, indicate dall'art. 21 del DL 25/2023. Trattasi di un insieme di ipotesi che attengono alla patologia dell'impresa (mancato avvio o interruzione dell'attività, attivazione di procedure estintive, falsità delle dichiarazioni, predita dei requisiti) o di una scelta dell'imprenditore (che rinuncia all'iscrizione); insieme che è aperto alle ipotesi che la Consob potrà individuare con il regolamento indicato nel successivo art. 28.

Al riguardo, come anticipato, appare di significativo interesse la scelta di non prevedere il tradizionale rimedio dell'amministrazione straordinaria, che avrebbe consentito all'amministrazione competente di gestire ordinatamente la crisi dell'impresa responsabile del registro.⁵³ Ed invero, per il caso della sospensione, la norma preclude che gli emittenti possano ricorrere a tale soggetto per emissioni successive alla data della sospensione. Con riferimento alla cancellazione, invece, si prevede la *mera* facoltà della Consob di *promuovere* gli accordi necessari ad assicurare l'attuazione della strategia di transizione e, al più, di disporre il trasferimento delle scritturazioni medesime a un registro diverso da quello individuato nella strategia di transizione, previo consenso del relativo responsabile. Ove non sia possibile attuare tale trasferimento, si prevede semplicemente che la Consob vigili sull'attività dell'emittente volta al mutamento del regime di forma e circolazione degli strumenti. Tale regola, tuttavia, ammette una esplicita deroga per il caso in cui la cancellazione segua l'avvio di una procedura di gestione delle crisi del responsabile; in tal caso, infatti, la transizione o il trasferimento possono essere eseguiti anche in deroga alla procedura ordinaria.

Si versa in presenza di una disposizione che non impone all'autorità di assumere la responsabilità della gestione della crisi del responsabile del registro, né consente altre forme di *early intervention*

⁵³ Per l'impostazione generale della regolazione di tale procedura, oltre alle indicazioni bibliografiche dianzi citate, si vedano CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, Milano, 2016, p. 86 ss.; GUARRACINO, *Le misure di sostegno pubblico straordinario*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 4, 2017, p. 398 ss.; CAPRIGLIONE - SUPINO, *Commento all'art. 70 TUB*, in AA.VV., *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Milano, 2018, p. 999 ss.; SEPE, *Supervisione bancaria e risoluzione delle crisi: separatezza e contiguità*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 3, 2018, p.326 ss.

modellate su quelle che caratterizzano il mercato dei capitali dopo l'esperienza della recente crisi.⁵⁴ A ben considerare, un ripensamento di questi profili disciplinari potrebbe ampliare i poteri di intervento dell'autorità, con positivi effetti sistemici in quanto l'amministrazione del responsabile in crisi potrebbe suggerire soluzioni atte a prevenire effetti di contagio connessi alla automatica attuazione della strategia di transizione ipotizzata dall'emittente.⁵⁵

Concludendo sul punto, appare utile soffermarsi sui profili repressivi, in quanto il DL 25/2023 prevede sanzioni amministrative per omissioni o violazioni da parte del responsabile del registro ovvero dell'emittente.⁵⁶ Al riguardo, si nota l'assenza di una tutela penale per i casi di abusivismo.⁵⁷ È, infatti, soggetto alla sanzione amministrativa del pagamento di una somma da euro venticinquemila fino a euro cinque milioni chiunque emetta strumenti finanziari digitali o tenga un registro per la circolazione digi-

⁵⁴ Cfr. PELLEGRINI, *Piani di risanamento e misure di "early intervention"*, in *federalismi.it*, 2/2018, p. 6 ss. sull'interpretazione delle misure di "early intervention" tra supervisione e risoluzione.

⁵⁵ Cfr. CECCHINATO, *L'amministrazione straordinaria delle banche tra vigilanza prudenziale e gestione della crisi*, in *Rivista di diritto bancario*, 2/2021, 2, p. 303 ove l'A. si propone di delineare i tratti dell'amministrazione straordinaria delle banche, al fine di mostrare che la medesima si presenta ora come una misura di vigilanza finalizzata a prevenire l'acuirsi di una situazione di crisi e riportare una ente *in bonis*, ferma in ogni caso l'esigenza primaria di preservare la stabilità finanziaria.

⁵⁶ A ben considerare, i rapporti tra innovazione finanziaria e diritto penale esprimono chiaramente una divergente visione della dimensione virtuale e del ruolo dello Stato, laddove non sono mancate generalizzate istanze per la sottrazione della prima ai poteri del secondo; cfr. LEMMA, *The public intervention on cryptocurrencies between innovation and regulation*, in *Open review of management, banking and finance*, 2022, para 2, ove si richiamano i fondamenti del movimentismo in parola.

A ben considerare, si segnalano orientamenti giurisprudenziali variegati, tutti convergenti verso l'intervento pubblico nella dimensione in parola; cfr. PREZIOSI, *Modelli di sviluppo economico e diritto penale. Sullo sfondo della crisi pandemica*, in *Rivista trimestrale di diritto penale dell'economia*, 2020, p. 671 per la proposizione della tesi secondo cui l'evoluzione del diritto penale in campo economico nel secolo trascorso dimostra che esso è divenuto parte integrante di modelli di sviluppo che si sono via via affermati nel tempo.

Cfr., inoltre, PEDERZINI, *La tracciabilità dei movimenti finanziari tra anonimato e pseudonimato: "FinTech", incorporazione del diritto nella tecnica e paradigma "by design"*, in *Rivista di diritto bancario*, 2022, 1, p. 79 ss. per una soluzione che propone l'applicazione del principio di regolazione "by design e by default".

Si vedano altresì CONSULICH, *Il diritto penale nell'età del crypto-oro. Gli elementi normativi della fattispecie di abusivismo finanziario tra monete virtuali e investimenti reali*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2, 2022, p. 929 ss. e VADALÀ, *La dimensione finanziaria delle valute virtuali. Profili assiologici di tutela penale*, in *Giurisprudenza italiana*, p. 2225 ss. con riferimento alla Sentenza della Cass. pen. sez. II 25 settembre 2020, n. 26807.

⁵⁷ Sull'utilità del contrasto al fenomeno dell'abusivismo, cfr. MAGRO, *L'esercizio abusivo della professione di promotore finanziario: il caso della negoziazione di titoli in proprio*, in *Le Società*, 3/2014, p. 330 ss.

tale senza essere previamente iscritto nell'apposito elenco.

Appare evidente che la scelta in parola sia ricollegabile a una specifica politica atta a porre sul piano delle valutazioni economiche la repressione delle condotte incompatibili con l'ordinamento finanziario.⁵⁸ Tuttavia, un'opzione siffatta pone in capo all'autorità di settore una responsabilità ulteriore, la quale dovrà procedere all'accertamento dei comportamenti e, in generale, alla concreta cognizione dei fatti nell'ambito di un procedimento che si può concludere con l'irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie di notevole entità.

7. Profili di vigilanza

Avendo riguardo al testo del decreto legge in esame, si rileva un generale orientamento volto a favorire talune forme di coordinamento tra le autorità competenti; tuttavia, appare utile soffermarsi a valutare se il principio di collaborazione tra le autorità avrebbe potuto suggerire opzioni disciplinari aventi un diverso ambito di applicazione.

Ed invero, il testo impone alla Consob di informare tempestivamente la Banca d'Italia, nei casi di soggetti da essa vigilati, o l'IVASS, nei casi di imprese di assicurazione o riassicurazione, in merito all'avvio di un procedimento di iscrizione e del provvedimento conclusivo dello stesso. Non vi sono, invece, obblighi per il caso di intermediari assicurativi, società di consulenza finanziaria iscritte nell'elenco tenuto dall'OCF o per le imprese che, a vario titolo, fanno capo all'OAM. Analoga lacuna riguarda i conglomerati finanziari, anche se tale fattispecie è ormai circoscritta ad una dimensione minimale.

Peraltro, in altre parti del decreto si ravvisa il rispetto del principio di collaborazione, in quanto ad esso risponde l'opzione normativa di sentire la Banca d'Italia prima dell'adozione della decisione di procedere all'iscrizione nell'elenco di banche, imprese di investimento e gestori di mercati all'ingrosso di titoli di

⁵⁸ Cfr. SIGNORINI, *Attività di vigilanza e giurisdizione penale*, in *Rivista italiana di diritto e procedura penale*, 2/2014, p. 566 ss.; cfr. inoltre, DI VIZIO, *Le cinte daziarie del diritto penale alla prova delle valute virtuali degli internauti. Lo statuto delle valute virtuali: le discipline e i controlli*, in *Diritto penale contemporaneo*, 10/2018, p. 21 ss. ove l'A. ripercorre gli sforzi operati dalla riflessione giuridica per offrire conveniente inquadramento dogmatico ad uno strumento che nasce fuori della regolazione pubblica e che riferisce non poco del suo valore a questa condizione di anomia, al fine di evidenziare l'esigenza di presidi penali.

Stato (che intendono svolgere l'attività di responsabile del registro con riferimento a strumenti finanziari digitali di emittenti terzi). Tuttavia, non vi sono indicazioni in ordine alla possibilità che la Consob ricorra alla collaborazione delle altre autorità di settore, anche per procedere ad un'analisi preliminare dell'impatto della nuova responsabilità sull'esercizio di un'altra attività riservata.⁵⁹ Ciò, induce anche a considerare che il decreto legge non disciplina le interferenze tra l'esercizio di questa attività e di altre attività riservate (da parte dai soggetti vigilati che possono iscriversi nel menzionato elenco), per cui - se appare evidente che la tenuta del registro possa essere considerata alla stregua di un'attività connessa a queste ultime - sembra necessario un intervento atto a fugare ogni dubbio in ordine al fatto che l'estensione dell'operatività in parola determini una modifica dell'oggetto sociale o, quantomeno, del relativo programma di attività e della struttura organizzativa (oppur no). Non appare, infatti, sufficiente la previsione di un'informativa tempestiva (dalla Consob alla Banca d'Italia o all'IVASS, a seconda dei casi), in quanto la nuova attività comporta rischi operativi da ponderare nelle valutazioni di vigilanza prudenziali, con ovvia incidenza sui requisiti di capitale richiesti agli enti in parola.⁶⁰

In generale, la disciplina del procedimento di iscrizione nell'elenco dei responsabili dei registri per la circolazione digitale prevede un termine predeterminato in novanta giorni (ai sensi dell'art. 20). Trattasi di un procedimento atto a verificare, per tutti gli istanti, l'idoneità del registro e la presenza di specifici meccanismi e dispositivi, nonché l'adeguatezza della strategia di transizione e la presenza degli altri eventuali requisiti richiesti dalla normativa secondaria (art. 20, comma 2), risultanti da una relazione tecnica illustrativa dell'iniziativa (art. 20, comma 3).

Soffermandosi sul tecnicismo che caratterizzerà i controlli occorre, in particolare, interrogarsi sull'ap-proccio che adotterà l'autorità di vigilanza nella valutazione degli aspetti informatici, telematici o crit-

⁵⁹ Cfr. AMMANNATI, *Regolare o non regolare, ovvero l'economia digitale tra Scilla e Cariddi*, in AA.VV., *I servizi pubblici. Vecchi problemi e nuove regole*, Torino, 2018, p. 101 ss.; BASKERVILLE - CAPRIGLIONE - CASALINO, *Impacts, Challenges and trends of Digital Transformation in the Banking Sector*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2020, p. 341 ss.

⁶⁰ Sul principio di collaborazione tra autorità, cfr. per tutti DE POLIS, *La collaborazione tra le Autorità nell'ambito delle informazioni finanziarie*, Roma, 12 aprile 2021.

tografici e, quindi, sull'applicazione del paradigma della neutralità tecnologica.⁶¹ Sul punto, viene in considerazione la possibilità che la Consob richieda una verifica, nominando un 'revisore indipendente' e ponendo i relativi costi a carico dell'istante. Trattasi di una previsione che non contempla termini di riferimento per la verifica dell'indipendenza, né i presupposti in base ai quali la autorità possa ricorrere a tale revisore.⁶² Con riferimento al primo profilo, appare possibile assumere che la posizione di quest'ultimo vada verificata avendo riguardo al soggetto istante, ma non sembra possibile escludere *tout court* che la medesima debba esser riferibile anche alla Consob.

Inoltre, non va sottaciuto il pericolo che l'opzione per una verifica esterna, se attivata, potrebbe esser interpretata alla stregua di un indice di insufficienza della struttura organizzativa dell'autorità rispetto ai compiti di vigilanza ad essa affidati. Da qui, l'opportunità di individuare in sede primaria i presupposti di esercizio della facoltà in parola, nonché il suggerimento di tener fermo l'approccio italiano alla vigilanza, incentrato sull'elevata qualità tecnica degli apparati preposti al controllo degli intermediari e dei mercati. Ciò, a prescindere da ogni valutazione in ordine alla natura dell'esito della verifica (autonomo o endoprocedimentale), della predeterminazione dei criteri di valutazione (che dovranno guidare l'esperto), delle modalità di svolgimento della verifica (in contraddittorio oppure no), della concorrenzialità del mercato degli esperti, nonché della individuazione del relativo costo.

Passando, quindi, alla disamina delle forme della vigilanza previste dal DL 25/2023, appare evidente che il Governo tiene ferma l'opzione della vigilanza per funzioni, individuando la Consob e la Banca d'Italia. Ed invero, si delinea un riparto di competenze distinto tra trasparenza, ordinata prestazione dell'attività di responsabile del registro e la tutela degli investitori (riferibili alla Consob), da un lato, e stabilità e contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni limitatamente alla vigilanza sui depositari

⁶¹ Cfr. RAFFAELE, "Initial coin offerings" e cripto-attività: un'analisi comparata tra "arbitraggio tecnologico" ed eterogenesi dei fini dell'approccio regolatorio italiano, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 3/2020, 1, p. 513 ss. ove l'A. - dopo taluni riferimenti ad altre giurisdizioni in materia di ICO - si concentra su taluni documenti della Consob per sostenere la proposta di prevedere un regime che lasci agli operatori del mercato la decisione di optare per una delle tecnologie disponibili sul mercato.

⁶² Ed invero, nell'ordinamento finanziario, la caratteristica dell'indipendenza può esser misurata anche rispetto alla ripetitività degli incarichi, nonché alla loro durata nel tempo (come avviene nel caso degli 'esperti indipendenti' dei FIA immobiliari, di cui all'art. 16, D.M. 5 marzo 2015, n. 30).

centrali, sui gestori di mercati all'ingrosso di titoli di Stato, sulle banche, sulle imprese di investimento che svolgono l'attività di responsabile del registro con riferimento a strumenti finanziari digitali di emittenti terzi diversi dai componenti del gruppo di appartenenza, nonché sui responsabili del registro significativi (riferibili alla Banca d'Italia), dall'altro (art. 27, comma 2, DL 25/2023).

A prescindere dalle interferenze delle competenze in parola con quelle che fanno capo alla Banca Centrale Europea nell'ambito del Single Supervisory Mechanism,⁶³ l'esigenza di un approccio *olistico* all'attività e all'organizzazione degli intermediari tradizionali è confermata dall'art. 27, comma 2, DL 25/2023, ove si ribadisce che restano fermi gli *altri* obiettivi, competenze e i poteri della Consob e della Banca d'Italia.

Concludendo sul punto, appare necessario sollevare un apprezzamento per il superamento del *dogma* della neutralità tecnologica, stante il convincimento che le autorità di settore - nell'esercizio della propria discrezionalità tecnica - potranno organizzarsi per selezionare le tecnologie che possano assicurare l'efficienza degli scambi, nel rispetto dei diritti individuali, oltreché definire gli obiettivi e la cornice generale di riferimento del processo di innovazione in parola.

8. Prospettive emendative

Nel solco delle considerazioni dianzi indicate possono esser indicate alcune direttrici di intervento per l'affinamento dell'intervento recato dal DL 25/2023 al fine di conseguire al meglio l'obiettivo di definire un ordinamento nazionale attrattivo per gli operatori e tutelante per i risparmiatori.

Ed invero, è evidente - a questo punto dell'indagine - che il decreto legge realizza un intervento sul nostro ordinamento atto ad incidere su un ambito di interessi riferibile ad un connubio di soggetti, tecno-

⁶³ Sia consentito di rinviare a LEMMA, 'Too Big to Escape': un significativo chiarimento sull'ambito di applicazione del single supervisory mechanism, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2/2017, p. 45 ss. ove si evidenzia che la vigilanza europea sembra orientata verso una direzione che appare destinata a superare ogni generalizzato tentativo di far riferimento al principio di sussidiarietà per giustificare il desiderio di restare ancorati ad una dimensione domestica.

logie, infrastrutture e prodotti.⁶⁴ Trattasi di interessi, infatti, che – considerati unitariamente – riguardano l’automazione degli scambi di strumenti finanziari, nonché l’evoluzione delle regole di circolazione delle informazioni e dei diritti ad essi riferibili.⁶⁵ Pertanto, può dirsi che l’intervento in parola è destinato a produrre effetti specifici su una platea di destinatari particolarmente attivi nel mercato finanziario.

Altrettanto evidente è l’opzione disciplinare di rimettere il completamento del regime disciplinare ad un nutrito corpo di ‘disposizioni di attuazione’ che dovrà chiarire il quadro tratteggiato dal regolatore europeo, prima, e dal Governo italiano, poi.⁶⁶ Non a caso, alla Consob è riconosciuto un ruolo di significativo riguardo che, tra l’altro, si compendia nel compito di adottare le disposizioni in parola, potendo anche prevedere un’ulteriore espansione dell’ambito di applicazione della disciplina speciale, unitamente alla individuazione taluni aspetti operativi (ai sensi dell’art. 26, DL 25/2023).

Ciò posto, appare possibile ipotizzare una modifica del DL 25/2023 al fine di consentire un approccio che, nel conformarsi agli obblighi europei, non risulti penalizzante per le piccole e medie imprese italiane che, pur non ricorrendo al mercato dei capitali, abbiano la volontà di applicare le tecnologie basate su registri distribuiti, in quanto le ritengono sicure ed efficienti per l’esercizio della propria attività d’impresa, nel libero esercizio dell’autonomia d’iniziativa economica riconosciuta dall’ordinamento italiano. Sicché, si potrebbe valutare di circoscrivere l’ambito di applicazione agli strumenti finanziari che siano destinati alla negoziazione in una delle sedi regolamentate dal diritto dell’Unione ovvero siano oggetto

⁶⁴ Cfr. LENER, *Il paradigma dei settori regolati e la democrazia dell’algoritmo. Note introduttive*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, p. 193 ss.; ID., *Tecnologie e attività finanziaria*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell’Economia*, 3/2019, 1, p. 267 ss.

⁶⁵ Cfr. LEOCANI - MALVAGNA - SCIARRONE ALIBRANDI ET AL., *Tecnologie di registro distribuito (“distributed ledger technologies”) per la rappresentazione digitale di strumenti finanziari (“security token”): tra diritto cartolare e disciplina delle infrastrutture di mercato*, in *Rivista di diritto bancario*, 2/2022, 2, p. 73 ss. ove gli AA. si soffermano sulla possibile introduzione di una disciplina di legge che consenta l’emissione e la circolazione in forma digitale di strumenti finanziari tramite tecnologie basate su registri distribuiti. Gli AA., infatti, identificano i presupposti per lo sviluppo dei *security token*, al fine di analizzare i vincoli imposti dalla normativa europea in materia (CSDR e DLT Pilot Regime).

⁶⁶ Cfr. TORCHIA, *I poteri di vigilanza, controllo e sanzionatori nella regolazione europea della trasformazione digitale*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 4/2022, p. 1101 ss. ove si delineano interventi di diverso tipo: un sistema accentrato per i poteri di vigilanza e controllo nel DMA [Digital Markets Act]; un sistema a rete per i poteri di vigilanza e controllo nel DSA; nonché un sistema decentrato per i poteri di vigilanza e controllo nel regolamento sulla intelligenza artificiale.

di servizi o attività di investimento.⁶⁷ Nell’affermativa, sarebbe opportuno procedere ad una modifica dell’art. 2 del DL 25/2023, in quanto tale norma fissa l’ambito di applicazione del nuovo regime di emissione e di circolazione in forma digitale individuando l’ampio insieme delle categorie di strumenti finanziari dianzi indicati; ciò, fermi i limiti quali-quantitativi fissati dal Regolamento (UE) 2022/858 ai fini dell’applicazione del DLT *pilot regime*.⁶⁸

Sotto altro profilo, va considerato che le lettere a) e b) del comma 1 dell’art. 19 indicano, tra i soggetti che possono richiedere l’iscrizione, alcune tipologie di intermediari vigilati, ovverosia: (i) le banche, le imprese di investimento e i gestori del mercato stabiliti in Italia (per l’esercizio dell’attività rispetto a strumenti propri o di terzi); e (ii), gli intermediari finanziari iscritti all’albo di cui all’articolo 106 del TUB, gli istituti di pagamento, gli istituti di moneta elettronica, i gestori di organismi di investimento collettivo del risparmio e le imprese di assicurazione o riassicurazione stabiliti in Italia (a condizione che l’attività sia svolta esclusivamente con riferimento a strumenti finanziari digitali emessi dagli stessi o da componenti del gruppo di appartenenza stabiliti in Italia).

Si riscontra, dunque, una limitazione incompatibile con la prestazione del servizio di gestione di portafogli da parte delle SGR ai sensi dell’art. 33, comma 2, lett. a), d. lgs. 58/1998; servizio offerto in con-

⁶⁷ Si vedano, in proposito, i risultati pubblicati da LÓPEZ RODRÍGUEZ, *Jurisdiction, recognition and enforcement of judgements in Claims Arising out of smart contracts under the Brussels I regulation (recast) and on the Blockchain*, in *Freedom, Security & Justice: European Legal Studies*, 1/2022, p. 151 ss. in quanto l’A. suggerisce che l’affermazione Distributed Ledger Technology – unitamente alla sua applicazione attraverso gli smart contracts – pone sfide significative dal punto di vista del diritto contrattuale classico e del diritto internazionale privato. Non a caso, ci si riferisce alla sua decentralizzazione, all’anonimato (*rectius*: opacità), all’immutabilità, all’interconnettività e all’automazione; tali caratteristiche, infatti, generano certamente problemi giuridici complessi, comprese le questioni rilevanti relative alla giurisdizione, nonché al riconoscimento e all’esecuzione delle sentenze aventi ad oggetto rapporti costituiti attraverso registri distribuiti; donde il riferimento al testo del Regolamento Bruxelles I (Rifusione) e alla giurisprudenza esistente in materia.

⁶⁸ Cfr. PICARDI, *Nuove prospettive nella raccolta del risparmio e ordine del mercato*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell’Economia*, 1s3/2022, p. 32 ss. ove l’A. si propone di offrire una visione critica della regolazione europea in materia di cripto-asset e di anticipare una valutazione del loro impatto nell’ordinamento italiano, concentrandosi sul fenomeno della *tokenization* e sul rapporto tra i token riferibili a strumenti finanziari e alcuni settori chiave della regolamentazione dei mercati. Si segnala che le conclusioni dell’A. propendono verso prospettiva di un passaggio sicuro verso la funzionalizzazione della tecnologia rispetto alla democratizzazione e all’ulteriore integrazione dei mercati dei capitali dell’UE.

correnza con le imprese di investimento. Pertanto, onde evitare disparità di trattamento e asimmetrie inaccettabili tra le prime e le seconde, appare utile considerare la possibilità di inserire le SGR tra i soggetti che possono esser iscritti senza limitazioni nell'elenco dei responsabili del registro indicati nella lettera a dell'art. 19, comma 1, DL 25/2023. Viene, infatti, in luce la necessità che gli intermediari in parola operino in un contesto di parità concorrenziale.⁶⁹

Continuando nel solco di un'analisi incentrata sulla possibilità di un approccio pro-concorrenziale alla regolazione della materia, appare altresì utile considerare che i depositari centrali italiani sono iscritti di diritto nell'elenco suddetto, anche se previa autorizzazione ai sensi degli articoli 16 e 19 del Regolamento (UE) 909/2014, subordinata alla valutazione delle condizioni di cui all'articolo 20, comma 3, del citato decreto legge. Ed invero, analogo automatismo avrebbe potuto riguardare anche l'iscrizione delle società di gestione dei mercati, al fine di favorire lo sviluppo dei sistemi basati sulla tecnologia DLT da parte di operatori dotati di professionalità ed esperienza nella conduzione delle sedi di negoziazione.⁷⁰

Inoltre, va considerato che l'intervento normativo pone in concorrenza diretta operatori tradizionali (che decidono di ampliare la propria attività alla tenuta dei registri in esame) e 'soggetti diversi' da questi ultimi (i.e. responsabili del registro di cui all'articolo 19, comma 1, lettera d). Pertanto, a differenza di banche e altri intermediari, tali soggetti saranno sottoposti per la prima volta al vaglio di un procedimento abilitativo (che, come si è visto appartiene alla competenza della Consob). In tale contesto, si riscontra una limitazione della applicabilità dei requisiti di professionalità e indipendenza ai soli esponenti aziendali dei soggetti diversi identificati come significativi ai sensi dell'articolo 22; opzione disciplinare recata dall'art. 24, comma 4, DL 25/2023. Tale opzione, tuttavia, reca una significativa di-

⁶⁹ Appare, dunque, opportuno considerare il servizio di gestione di portafogli nel sistema Mifid e nelle precedenti esperienze; cfr. l'inquadramento formulato da LUCANTONI, *La responsabilità contrattuale dell'intermediario per la gestione del portafoglio di investimento in difformità del benchmark indicato dal cliente: l'impatto del recepimento della direttiva Mifid*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1/2009, 2, p. 76 ss.

⁷⁰ Cfr. ANNUNZIATA, *La disciplina delle "trading venues" nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla "distributed ledger technology"*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 3/2018, p. 40 ss. con riferimento alla possibilità che le nuove tecnologie mutino rapidamente le strutture, i prodotti, e gli attori delle "trading venues", donde il rischio che la disciplina del mercato dei capitali - pur ampiamente novellata - non riesca a coprire i rischi generati dai nuovi fenomeni, in quanto la tecnologia è più rapida di policy maker, regolatori e autorità di vigilanza.

scontinuità nel programma di tutele che presidia l'esercizio di un'attività di impresa nel mercato dei capitali e, pertanto, appare inopportuno che il presidio della professionalità possa esser eliminato del tutto per i 'soggetti diversi non significativi', risultando invece maggiormente appropriata un'opzione alternativa che richieda requisiti siffatti almeno per un esponente aziendale (in ossequio al principio di proporzionalità); ciò, al fine di prevedere un presidio di misura minimale per orientare la governance aziendale, anche prevedendo un potere di veto di questo esponente rispetto alle operazioni d'impresa di specifico rilievo (cd. *conducting officer*).

Concludendo sul punto, si può notare che le regole adottate per dar corso alla disciplina del Regolamento (UE) 2022/858 muovono da un approccio per soggetti che - in sede applicativa - potrebbe discriminare tra intermediari vigilati (e, in particolare, tra SIM e SGR), nonché tra tali intermediari e soggetti diversi (in ragione dei maggiori oneri di vigilanza apposti sui primi). Si vengono, quindi, a determinare asimmetrie che incidono anche sui controlli nella prestazione di questa nuova attività riservata, per cui l'operatività in strumenti finanziari digitali potrebbe soggiacere a dinamiche differenti in ragione della natura del soggetto che si rende autore della prestazione in parola, per effetto dei minori costi transattivi che gravano su talune tipologie di responsabili.⁷¹

Ed ancora. Appare meritevole di considerazione il potere dispositivo attribuito alla Consob al fine di individuare 'ulteriori strumenti' che gli emittenti possono assoggettare alla disciplina del DL 25/2023. Al riguardo, l'Art. 28, comma 2, lett. b) chiarisce che la digitalizzazione può esser attivata anche in deroga alle disposizioni relative al regime di forma e circolazione di tali strumenti, ivi comprese le disposizioni di cui agli articoli 2468, primo comma, 2470, commi dal primo al terzo 1 a 3, e 2471 del codice civile. Sicché, la nuova costruzione normativa induce a ritenere che il legislatore italiano abbia voluto rimettere alla Consob il potere di affidare ai registri distribuiti e alla tecnologia in parola anche la circolazione delle partecipazioni riferibili ai soci delle società a responsabilità limitata.⁷² Tuttavia, appare utile met-

⁷¹ Utile segnalare l'incidenza dei costi transattivi sul conseguimento di equilibri efficienti, in linea con l'impostazione suggerita da NICITA - PARDOLESI - RIZZOLLI, *Le opzioni del mercato delle regole*, in *Mercato concorrenza regole*, 2/2006, p. 239 ss.

⁷² In generale, si veda CARRIERE, *Il fenomeno delle cripto-attività ("crypto-assets") in una prospettiva societaria*, in *Banca Impresa Società*, 3/2020, p. 461 ss. nel quale l'osservazione del mercato consente all'A. di descrivere

tere in luce che il dato testuale della nuova disposizione non indica espressamente se sarà possibile identificare un nuovo tipo di 'strumento' rappresentativo della partecipazione nella società ovvero se si potrà semplicemente derogare al divieto dell'art. 2468 c.c., per cui le partecipazioni dei soci di una S.r.l. potranno essere rappresentate da azioni. Pertanto, appare opportuno modificare l'art. 28, individuando in sede legislativa la possibilità di emettere strumenti rappresentativi della partecipazione ad una S.r.l., se del caso anche indicandone la riconducibilità nella nozione di strumenti finanziari.⁷³

Su un piano più generale, va considerato che il DL 25/2023 disciplina il funzionamento di un'infrastruttura riferibile ad una formula di circolazione della ricchezza che deve esser coordinata anche con gli obblighi previsti per il contrasto del riciclaggio e il finanziamento del terrorismo. In particolare, appare opportuno che il legislatore individui i soggetti obbligati agli adempimenti previsti dalla normativa speciale nel DLT Pilot Regime, considerando anche il caso in cui i pagamenti siano regolati in denaro. Ciò, infatti, risponde alla questione della interferenza tra l'opzione per il regime in parola e l'individuazione della legge applicabile all'emissione; questione che - per certi versi - travalica gli aspetti *anti money laundering* per inficiare anche la disciplina del prospetto o delle garanzie finanziarie, nonché il regime fiscale applicabile (considerando, in questo ultimo caso, la possibilità di confermare quello applicabile ai modelli tradizionali, previa indicazione del soggetto che opererà come sostituto d'imposta nel cd. modello disintermediato).⁷⁴

Alla luce di quanto precede si comprende l'importanza di un tempestivo affinamento delle opzioni disciplinari recate dal DL 25/2023, in quanto è prevista l'iscrizione in un elenco provvisorio dei responsa-

gli strumenti di tokenizzazione come derivati dei titoli tradizionali sottostanti e, quindi, più propriamente "titoli tokenizzati".

⁷³ Cfr. LENER - FURNARI, *Prime riflessioni su DAO e principi generali del diritto dell'impresa*, in *Rivista di diritto privato*, 3/2022, p. 335 ss. ove gli AA. analizzano le problematiche relative alla creazione di una Decentralized Autonomous Organization (DAO) ed evidenziano le problematiche consistenti nell'impossibilità di delegare l'amministrazione della società ai titolari dei *token*. Da qui, la conclusione secondo cui la struttura giuridica adatta per la costituzione di una organizzazione siffatta sarebbe attivabile nella forma della società a responsabilità limitata, nonostante alcune difficoltà nell'utilizzo dei *token* per rappresentare la partecipazione alla società.

⁷⁴ Al riguardo, appare utile far cenno anche alla tematica della riservatezza dei dati in considerazione, donde il riferimento a PIATTI, "Blockchain", decentralizzazione e "privacy": un nuovo approccio del diritto, in *Cyberspazio e Diritto*, 1-2/2018, p. 179 ss.; nonché *Blockchains and Data Protection in the European Union*, in *Max Planck Institute for Innovation Competition Research Paper No. 18-01*, 2018.

bili del registro, da parte della Consob, ancor prima prima dell'adozione della regolamentazione secondaria di cui all'articolo 28, comma 1.

9. Considerazioni conclusive

Volendo completare queste prime riflessioni sul DL 25/2023, può dirsi che l'approccio italiano al regime pilota per i registri distribuiti si realizza attraverso l'introduzione di un complesso dispositivo che rielabora l'impostazione dei mercati tradizionali, attraverso un recepimento dei vantaggi recati dall'innovazione tecnologica rispetto alla circolazione degli strumenti finanziari e all'organizzazione delle relative sedi di negoziazione.⁷⁵

Sottesa alla definizione di tale regime v'è la possibilità di favorire lo sviluppo delle fasi di negoziazione e post-negoziazione attraverso la proiezione degli scambi verso un ambiente che, oltre ad esser multilaterale ed automatizzato, risulta anche distribuito lungo una rete tessuta a maglie strette tra intermediari ed investitori grazie a soluzioni tecnologiche innovative.⁷⁶ Altrettanto evidente appare la volontà di consentire che la natura digitale degli strumenti agevoli innovazioni di processo in ordine alla circolazione delle informazioni (riferibili - se del caso - all'emittente o agli affari finanziati mediante l'impiego delle risorse raccolte mediante gli strumenti in considerazione). Ciò, potrà consentire nuove modalità di esecuzione di alcune azioni tradizionali (quale, ad esempio, il pagamento di interessi o dividendi, a seconda dei casi), nonché l'eventuale sviluppo di nuovi servizi basati sulla percezione dell'ambiente e sull'automazione della risposta agli stimoli che da quest'ultimo di propagano, nonché all'autonoma modificazione delle relative regole di automazione.

Sembra possibile concludere che il regolatore italiano abbia ritenuto necessario un impianto norma-

⁷⁵ Si veda, in proposito, LEMMA, *Digital euro: is it a further way to financial disintermediation?*, in *Law and economics yearly review*, 2022, p. 186 ss. ove si rappresenta che "dwelling on the regulation that should ensure the safety of the digital Euro, it should be pointed out that cryptographic and telematic innovations set the basis for a new paradigm of wealth circulation with solving effects, through algorithmic solutions, DLT technologies and digital media".

⁷⁶ Conferma tale opzione anche la previsione di un obbligo, in capo alla Consob e alla Banca d'Italia, di trasmissione al Comitato Fintech istituito presso il MEF, entro tre anni dall'entrata in vigore del decreto in esame, di una relazione illustrativa del fenomeno e dei risultati emersi dall'applicazione delle nuove regole, v. art. 32, comma 3, DL 25/2023.

tivo che assicuri la certezza giuridica delle transazioni in parola, considerato che queste ultime non convergono verso un unico centro (patrimoniale o contabile), ma restano distribuite lungo la rete dianzi menzionata.⁷⁷ Da qui, l'esigenza di disciplinare l'attività in parola avendo riguardo all'effettività dei diritti individuali, unitamente all'integrità della infrastruttura ed alla stabilità finanziaria complessiva, in un settore che è soggetto all'obbligo di una efficace tutela del risparmio.

Tuttavia, come si è visto, il Governo non porta a conclusione la definizione dell'impianto normativo di riferimento, ma rimette ampia parte della disciplina al potere regolamentare della Consob, la quale è chiamata al difficile compito di assecondare lo sviluppo della tecnologia (e, per quanto possibile, indirizzarla verso i fini di utilità sociale cui si informa il nostro ordinamento), nonché di assicurare che i registri distribuiti non producano esternalità negative (individuali o collettive).⁷⁸ Non va, peraltro, sottaciuta l'aspettativa che - in ossequio al principio di collaborazione tra autorità - vi sia un confronto continuo, ancorché informale, sugli aspetti più significativi della normativa secondaria. Si ha riguardo, in particolare, alla facoltà di ampliamento dell'ambito oggettivo di riferimento e, quindi, all'individuazione di ulteriori strumenti digitali (cui accede l'interessante prospettiva di agevolare la circolazione delle partecipazioni sociali che al momento non possono essere rappresentate da azioni, nonché l'apertura verso titoli strutturati o complessi di varia tipologia).

Assumendo, poi, che il Governo abbia considerato le innovazioni in corso come una forma di evoluzione tecnologica in grado di influenzare la circolazione dei capitali e il finanziamento delle imprese italiane, si comprende l'esigenza di evitare incentivi regolamentari atti a favorire le transazioni che si realizzano al di fuori dell'ambito di applicazione della vigilanza prudenziale e delle sfere di intervento delle autorità monetarie. Si verserebbe, infatti, in presenza di incentivi che proietterebbero l'industria dei registri distribuiti verso elevate quote del mercato italiano, in concorrenza con gli enti creditizi. Pertanto, appare

⁷⁷ Per l'indicazione di una generale apertura verso l'innovazione, si veda Mersch, *An ECB digital currency - a flight of fancy? Speech by a Member of the Executive Board of the ECB and Vice-Chair of the Supervisory Board of the ECB, at the Consensus 2020 virtual conference*, 11 Maggio 2020.

⁷⁸ Cfr. CIPOLLONE, *Risposte (e proposte) della Banca d'Italia alle sfide dell'evoluzione tecnologica*, in *Rivista di diritto bancario*, 3/2022, 1, p. 595 ss. ove si evidenzia il contributo della Banca d'Italia nella definizione di standard e best practices condivisi con il settore privato e ispirati a un approccio di co-regolazione volto a garantire un'innovazione tecnologica robusta, sana e prudente.

auspicabile che tali enti entrino nel comparto non solo per offrire il servizio di tenuta del registro, ma anche per avere contezza delle dinamiche della domanda e dell'offerta di capitali, così da conservare un ruolo centrale nel finanziamento delle imprese. Peraltro, una numerosa presenza di enti vigilati consentirebbe la realizzazione di economie (di scala o di scopo) di particolare convenienza, con l'effetto di proiettare il nostro Paese verso una condizione di attrattività anche per l'emissione di strumenti finanziari digitali da parte di imprese estere.⁷⁹

Ciò posto, va infine considerato che le infrastrutture in esame sembrano in grado di aumentare la velocità e il volume delle transazioni,⁸⁰ con ovvia incidenza sulla relazione esistente tra emissioni e raccolta, nonché sulle eventuali conseguenze monetarie. Se ne deduce un'attenzione specifica per la resilienza operativa digitale che dovrà presidiare il settore finanziario; tale resilienza, infatti, è preordinata a prevenire il pericolo che l'instabilità derivante da specifici rischi relativi alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione si estenda oltre l'economia del singolo operatore e, quindi, abbia effetti sistemici e monetari di significativa portata. Si apre, dunque, la prospettiva di un crescente impegno nell'esercizio della vigilanza, a causa della complessità tecnica dei compiti che si troverà ad affrontare e del profondo background scientifico necessario per completarli.

Di fondo, occorre tener presente che cicli di investimenti e di innovazione si susseguono dalla fine del secolo breve e, negli ultimi anni, stanno cambiando la struttura dell'industria finanziaria. Per vero, l'innovazione sembra declinarsi lungo l'intera filiera che opera attraverso l'emissione e lo scambio di strumenti finanziari, con la prospettiva che l'intervento pubblico dovrà acquisire e controllare i grandi e diffusi flussi di dati rivenienti dall'utilizzo delle tecnologie digitali e dei registri distribuiti, anche superando i rispettivi ambiti disciplinari e comparti industriali (bancario, finanziario, assicurativo, previdenziale...), per evolvere verso prassi di vigilanza comuni e intersettoriali che possano prevenire e risolvere problematiche che sembrano destinate ad interessare l'intero mercato dei capitali.

⁷⁹ Cfr. SABBATELLI, *Il modello bancocentrico tra disintermediazione e finanza alternativa*, in AA.VV., *Diritto pubblico dell'economia*, Milano, 2023, p. 411 ss.

⁸⁰ Cfr. SAVONA, *The economics of cryptocurrency, lectio magistralis alla Università di Cagliari*, 30 Settembre 2021.



DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**
