



Senato della Repubblica

Commissione Finanze e Tesoro

A.S. 605 “Conversione in legge del decreto-legge 17 marzo 2023, n. 25, recante disposizioni urgenti in materia di emissioni e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione FinTech”

Audizione della Consob

Dott. Salvatore Giovanni Lo Giudice

Responsabile Ufficio Post-Trading

4 aprile 2023

Introduzione

L'interesse per l'emissione di strumenti finanziari attraverso le tecnologie a registro distribuito (DLT) è andato crescendo nel corso degli ultimi anni.

Interlocuzioni della Consob con esperti e operatori del mercato a vario titolo interessati all'innovazione digitale hanno confermato sin dal 2020 l'esistenza di *business case* e l'importanza di predisporre celermente all'evoluzione digitale. Ciò nella consapevolezza che l'introduzione di un quadro giuridico certo è un requisito essenziale per poter sfruttare l'innovazione a beneficio dell'economia reale e nel rispetto delle esigenze di tutela del risparmio.

Diversi Stati europei hanno proceduto a innovare in diversa misura i rispettivi ordinamenti per dare cittadinanza autonoma al fenomeno (Francia¹, Lussemburgo², Liechtenstein³, Germania⁴). Una disciplina sui titoli di credito in DLT è stata introdotta anche in Svizzera⁵.

Nel corso dell'ultimo triennio la Consob si è impegnata attivamente, identificando i possibili ostacoli al ricorso alla DLT per l'emissione e la circolazione di strumenti finanziari, monitorando i possibili sviluppi del fenomeno ed elaborando proposte normative per introdurre regole dedicate nella legislazione nazionale.

La Consob, in particolare, ha incoraggiato l'introduzione di un regime di emissione e circolazione in forma digitale alternativo a quelli cartolare e scritturale presso un depositario centrale, in grado di supportare le opportunità offerte dai nuovi meccanismi di raccolta, assolvendo allo stesso tempo le funzioni tipiche dei regimi di emissione e circolazione "tradizionali".

La Commissione europea, dal canto suo, ha pubblicato il 24 settembre 2020 il c.d. "**pacchetto per la finanza digitale**". In questo ambito, è stata formulata anche la proposta legislativa di introduzione di un regime pilota (c.d. **Pilot Regime**) per le infrastrutture di mercato, in base al quale le autorità nazionali, in coordinamento con l'ESMA, potranno accordare deroghe mirate a una disciplina unionale pensata prima dell'avvento delle tecnologie a registro distribuito e potenzialmente inibente il ricorso alle medesime. La proposta è stata infine adottata dal Parlamento europeo e dal Consiglio come **Regolamento (UE) 2022/858**, applicabile a far data dal 23 marzo 2023, termine per gli Stati membri per l'adeguamento dei rispettivi ordinamenti.

¹ Si vedano, in particolare, l'Ordonnance n° 2017-1674 du 8 décembre 2017 relative à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers e il Décret n° 2018-1226 du 24 décembre 2018 relatif à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers et pour l'émission et la cession de minibons, nonché, da ultimo, la Loi n° 2023-171 du 9 mars 2023 portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne dans les domaines de l'économie, de la santé, du travail, des transports et de l'agriculture, che contiene tra l'altro disposizioni di adeguamento dell'ordinamento francese al regolamento *Pilot regime*.

² Loi du 1er mars 2019 portant modification de la loi modifiée du 1er août 2001 concernant la circulation de titres.

Loi du 22 janvier 2021 portant modification: 1° de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier ; 2° de la loi du 6 avril 2013 relative aux titres dématérialisés.

³ Gesetz vom 3. Oktober 2019 über Token und VT-Dienstleister.

⁴ Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren Vom 3. Juni 2021.

⁵ Legge federale sull'adeguamento del diritto federale agli sviluppi della tecnologia di registro distribuito del 25 settembre 2020.

Un intervento sull'ordinamento nazionale è dunque diventato urgente e improrogabile per permettere, anche nel mercato italiano, le sperimentazioni consentite dal regolamento *Pilot regime*.

Tale regolamento interessa strumenti finanziari emessi in forma digitale destinati alla negoziazione su sistemi multilaterali di negoziazione. Consente, in particolare, per strumenti appartenenti a specifiche categorie che saranno ammessi a nuove infrastrutture di mercato specificamente autorizzate allo scopo (le “**infrastrutture di mercato DLT**”), la negoziazione in deroga all'applicazione dell'obbligo di rappresentazione in forma scritturale presso un depositario centrale prescritto dal regolamento c.d. CSDR⁶. Tale obbligo attualmente impone all'investitore di detenere i propri strumenti finanziari attraverso il “sistema di gestione accentrata”, struttura piramidale che presuppone la presenza di soggetti “intermediari” e che culmina nel depositario centrale.

Il nuovo regolamento consente altresì, in presenza di determinate condizioni, di disapplicare l'obbligo di ricorso ad un intermediario che è attualmente previsto dalla disciplina unionale sia per quanto concerne l'accesso alle sedi di negoziazione, che per quanto concerne il regolamento o *settlement* delle transazioni.

L'intervento legislativo unionale non concerne, per contro, i profili più propriamente “civilistici” relativi al fenomeno dell'emissione e della circolazione digitale, che sono – come noto – appannaggio dei singoli ordinamenti nazionali. Per consentire al regolamento *Pilot regime* di “attecchire” nell'ordinamento nazionale è dunque necessaria l'introduzione di una base giuridica idonea a garantire certezza del diritto e così certezza dei traffici.

Le proposte tecniche della Consob in materia, oggetto di confronto interistituzionale con la Banca d'Italia, sono confluite nei lavori coordinati dal MEF alla base del decreto-legge la cui legge di conversione è in discussione oggi.

L'intervento legislativo in esame si prefigge, dunque, due scopi:

- (i) da una parte, esso assicura l'adeguamento dell'ordinamento italiano (nei tempi prescritti) alla nuova disciplina unionale del *Pilot regime*, che interessa come detto strumenti finanziari negoziati su una sede di negoziazione, consentendo altresì al regime pilota di innestarsi su una cornice privatistica certa, attraverso l'introduzione di una nuova modalità di emissione e circolazione di strumenti finanziari in DLT; e
- (ii) dall'altra, esso consente l'utilizzo della medesima cornice civilistica per l'emissione e la circolazione di strumenti finanziari non destinati alla negoziazione su una sede di negoziazione, con ciò allineando l'Italia alle iniziative adottate (e già da tempo) nei diversi Stati europei citati in apertura.

L'intervento legislativo in esame permette, dunque, di superare il *gap* con le altre giurisdizioni – come sopra detto, Francia, Lussemburgo, Liechtenstein, Germania e Svizzera – che già hanno introdotto nell'ordinamento nazionale regimi di emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale variamente disegnati; rispetto ai regimi esistenti in questi Paesi, l'intervento legislativo in esame si pone all'avanguardia in quanto, come sopra accennato, prevede un regime unificato –

⁶ Sono “infrastrutture di mercato DLT” il DLT MTF, che può essere operato da una SIM/banca o da un gestore del mercato, il DLT SS, che può essere operato solo da un CSD e il DLT TSS, che può essere operato da una SIM/banca/gestore del mercato o da un CSD e che risulta dalla combinazione dei servizi di un DLT MTF e di DLT SS. Nel regolamento *Pilot regime*, il DLT SS e il DLT TSS, in particolare, sono deputati a “tenere il registro” degli strumenti finanziari ammessi al *Pilot regime* e a effettuare il *settlement*.

seppure necessariamente diversificato – per strumenti finanziari ammessi a negoziazione in una sede di negoziazione e strumenti finanziari non ammessi a negoziazione in una sede di negoziazione.

A *latere*, rispetto alla disciplina dell'emissione e circolazione digitale e di adeguamento al regolamento *Pilot regime*, il decreto-legge in esame contiene delle misure in materia di semplificazione FinTech, di cui la Consob si è fatta promotrice, volte ad agevolare l'accesso alla c.d. “**Sandbox regolamentare**”, che è, come noto, uno spazio tecnico-normativo sperimentale e temporaneo per le imprese del settore finanziario che operano nel settore Fintech, istituito e operante a livello esclusivamente nazionale.

L'intervento si rende necessario perché la prima applicazione delle regole che governano la Sandbox regolamentare ha evidenziato, nell'esperienza della Consob, alcune rigidità che potrebbero non consentire un pieno utilizzo del nuovo strumento a favore dell'innovazione. In particolare, si sono registrate una pluralità di proposte di sperimentazione che avrebbero implicato l'esercizio di un'attività finanziaria riservata (la prestazione di servizi o attività di investimento) e che pertanto, in base al quadro regolamentare applicabile, avrebbero richiesto all'istante di presentare nell'ambito della domanda di ammissione alla Sandbox regolamentare anche la domanda di autorizzazione per lo svolgimento delle attività riservate.

Con l'intervento in esame si modifica l'**articolo 36, comma 2-sexies, del decreto-legge 30 aprile 2019, n. 34**, istitutivo della citata Sandbox, al fine di stabilire che lo svolgimento, per un periodo di tempo limitato, nell'ambito della sperimentazione e nel rispetto dei limiti stabiliti dai provvedimenti di ammissione, di attività che rientrano nella nozione di servizi e attività di investimento non implica l'esercizio a titolo abituale di attività riservate.

Sarà così consentito agli operatori di sperimentare (per un periodo di tempo limitato) attività che rientrano nella nozione di servizi e attività di investimento senza dover però contestualmente richiedere l'autorizzazione prevista dalla legge per lo svolgimento a titolo abituale delle medesime attività e fatti salvi i limiti stabiliti dal provvedimento di ammissione, che potranno riguardare la tipologia e le modalità di prestazione del servizio di investimento, la tipologia e il numero di utenti finali, il numero di operazioni, i volumi complessivi dell'attività.

I contenuti del decreto-legge

Guardando più da vicino i contenuti del decreto, preme soffermarsi su taluni profili, maggiormente rappresentativi della portata dell'intervento e dell'architettura complessiva sottostante, rinviando all'appendice per un'illustrazione di ulteriori aspetti tecnici meritevoli di considerazione.

Il decreto consente, come si è detto, l'emissione di strumenti finanziari *digitali*, ossia in forma di rappresentazioni di dati su un “registro” che utilizza la tecnologia a registro distribuito⁷. Si tratta di

⁷ Si ricorda, in sintesi, che le DLT sono tecnologie basate su un registro “distribuito”, ossia un registro creato, mantenuto e aggiornato da più *nod*i di una rete informatica, tipicamente operanti in maniera indipendente. L'aggiornamento del registro è ottenuto tramite un c.d. algoritmo di consenso, che consente ai nodi di pervenire a un accordo sull'insieme delle registrazioni condivise, che rappresentano transazioni o interazioni che possono riguardare svariati ambiti. Le possibili applicazioni, ad oggi, sono molteplici e riguardano sistemi di pagamento, servizi bancari, assicurativi e finanziari, procedure di voto elettronico, gestione di dati sanitari, di catene di approvvigionamento, di sistemi di identificazione, etc.

Nelle cosiddette *blockchain* – *species* del *genus* DLT – i dati sono aggregati in “catene di blocchi” ordinati. L'aggiornamento di una *blockchain* consiste nell'inserimento di un nuovo blocco di dati alla catena, previa verifica di coerenza rispetto ai dati contenuti in tutti i precedenti blocchi. Il protocollo di “consenso” che regola il funzionamento della *blockchain* permette alla rete di convergere di volta in volta sullo stesso blocco da inserire. I protocolli di consenso mirano a garantire che entro una soglia di resilienza a malfunzionamenti o comportamenti malevoli (quali attacchi informatici esterni o collusione tra i nodi, i cui rischi sono inversamente proporzionali al numero di soggetti che

un terzo genere, dunque, rispetto ai “*certificati cartacei*” e rispetto alle “*registrazioni contabili*” nel sistema di gestione accentrata che fa capo ad un depositario centrale.

Nel nuovo sistema di emissione e circolazione tali strumenti digitali possono, ma non necessariamente devono, essere detenuti direttamente dagli investitori, ossia senza il ricorso a un soggetto “intermediario” che si frapponga tra l’investitore e il registro.

Il decreto-legge fissa taluni requisiti che sono le precondizioni affinché un “registro” che utilizza una tecnologia DLT possa supportare il nuovo regime di emissione e circolazione⁸, caratteristiche atte ad assicurare, tra l’altro, la produzione di effetti equivalenti alla non riproducibilità del “titolo” e all’esclusività del possesso che contraddistinguono il mondo dell’emissione e circolazione degli strumenti finanziari in forma cartolare e che sono stati altresì trasposti nel mondo scritturale della gestione accentrata.

Alcuni di tali requisiti corrispondono di fatto a proprietà “intrinseche” della DLT e costituiscono dunque specificazioni della tecnologia.

Ma come si garantisce che il registro rispetti i requisiti prescritti?

Per quanto concerne il mondo degli **strumenti finanziari negoziati su una sede di negoziazione**, che avranno accesso al *Pilot regime*, sarà obbligo dell’infrastruttura di mercato DLT assicurare la conformità con queste prescrizioni.

A loro volta, le infrastrutture di mercato DLT sono soggette a un regime di autorizzazione e vigilanza, da parte della Consob e della Banca d’Italia, che tiene conto delle competenze attualmente previste dal Testo Unico della Finanza per i gestori di tali infrastrutture.

Per quanto riguarda invece gli **strumenti finanziari non negoziati**, la scelta è stata in primo luogo quella di individuare un *responsabile del registro*, ossia un soggetto in capo al quale è posto l’obbligo di assicurare che il registro funzioni secondo le prescrizioni normative e che assume la conseguente responsabilità. Tale ruolo può essere assunto dall’emittente stesso o da una società terza individuata dall’emittente, “specializzata” nella tenuta di registri per conto altrui.

In secondo luogo, in considerazione del fatto che il ricorso a tecnologie in evoluzione, quali quelle di cui si discute, favorisce l’emersione di nuovi rischi, allo stato non sufficientemente esplorati, è stato ritenuto necessario introdurre un presidio pubblico, nel rispetto del principio di proporzionalità, consentendo l’emissione di strumenti finanziari digitali non destinati alla negoziazione solo su registri per la circolazione digitale tenuti da responsabili del registro previamente iscritti in un elenco tenuto dall’autorità di vigilanza.

controllano i nodi o alla potenza computazionale dell’intera rete) la possibilità che il registro venga alterato sia trascurabile e, al contempo, che l’integrità, l’autenticità e la provenienza (da una chiave crittografica) delle informazioni sia “certificata”.

Attraverso le DLT – e, in particolare, tramite i cc.dd. *smart contract* – è possibile implementare un sistema che consente l’esecuzione automatizzata degli obblighi contrattuali: il sistema, al verificarsi di una determinata condizione (es. il trasferimento di una somma di denaro per l’acquisto di un determinato *asset* o la scadenza di un termine) è in grado di realizzare automaticamente un determinato effetto (es. il trasferimento dell’*asset* o il trasferimento di una somma di denaro per il pagamento delle cedole/interessi e/o per il rimborso del capitale).

⁸ Similmente, l’articolo R. 211-9-7 del *Code monétaire et financier* francese definisce le caratteristiche del c.d. *dispositif d’enregistrement électronique partagé*.

In particolare, il decreto-legge n. 25 prevede l'istituzione di un “**elenco dei responsabili dei registri per la circolazione digitale**” presso la Consob, cui saranno iscritti i soggetti autorizzati in qualità di responsabile del registro. All'elenco potranno accedere anche soggetti già vigilati (es. imprese di investimento e banche). L'iscrizione sarà subordinata alla verifica del possesso di taluni requisiti, individuati già a livello di norma primaria, modulati diversamente a seconda della natura del soggetto istante e ulteriormente modulabili da parte delle Autorità.

Una scelta di *policy*, questa, simile a quella già effettuata in altri ordinamenti (è il caso della Germania), ma che prevede l'attribuzione di strumenti idonei a calibrare l'intervento a seconda delle evoluzioni del fenomeno che andranno registrandosi nel mercato.

È infatti attribuita alla Consob una potestà regolamentare specifica, da esercitarsi d'intesa con la Banca d'Italia, che consentirà alla Commissione di prevedere requisiti aggiuntivi (*lettera e*), dell'articolo 28, comma 2) o l'esenzione da tutti o parte dei requisiti e degli obblighi previsti dalla disciplina del responsabile del registro in relazione a talune tipologie di emissione, tenuto conto delle categorie dei soggetti che possono sottoscrivere e acquistare gli strumenti finanziari digitali e delle caratteristiche dell'emissione medesima (*lettera i*), dell'articolo 28, comma 2), con ciò consentendo un rafforzamento o un alleggerimento della disciplina applicabile, a seconda delle concrete esigenze e dei rischi che verranno manifestandosi nel mercato, e garantendo di conseguenza flessibilità d'azione su un settore del tutto nuovo e in continua evoluzione.

Il decreto-legge n. 25 dota inoltre la Consob e la Banca d'Italia di uno strumentario di poteri coerente con il quadro del Testo Unico della Finanza e introduce un quadro sanzionatorio sufficientemente adeguato.

Conclusioni

La Consob non può dunque che accogliere con favore l'intervento legislativo in esame, che consente all'ordinamento nazionale di stare al passo coi tempi e di allinearsi con altri ordinamenti dell'Europa, ritenendolo un importante e imprescindibile tassello al fine di supportare la transizione della finanza tradizionale verso il FinTech.

Osserva inoltre che gli strumenti che le sono assegnati per la modulazione del fenomeno paiono adeguati a garantire che gli effetti dell'introduzione della nuova disciplina possano essere opportunamente calibrati, assicurando la possibilità di presidiare i rischi per la tutela del risparmio in un quadro di certezza del diritto, senza dimenticare l'obiettivo di guidare il risparmio verso l'economia reale, anche nella sua dimensione digitale.

Appendice - Ulteriori aspetti tecnici connessi al decreto-legge 17 marzo 2023, n. 25

Ambito di applicazione – L’ambito di applicazione del nuovo regime di emissione o circolazione ricomprende (i) tutti gli strumenti suscettibili di ricadere nell’ambito di applicazione del *Pilot regime* (azioni; obbligazioni e altri titoli di debito, nonché le ricevute di deposito o *depository receipt* in relazione a tali titoli; strumenti del mercato monetario; azioni o quote di OICVM non strutturati); nonché (ii) le azioni o quote di tutti gli OICVM e le azioni o quote di FIA, per cui il nuovo regime di circolazione rileva solo nel caso in cui tali strumenti non siano ammessi a negoziazione in una sede di negoziazione.

In tale ambito, il decreto-legge n. 25 attribuisce alla Consob, d’intesa con la Banca d’Italia, una potestà regolamentare ai fini della potenziale ulteriore estensione dell’ambito di applicazione oggettivo. In sede di esercizio della delega regolamentare potrà essere valutata l’estensione del nuovo regime di circolazione a categorie di strumenti finanziari non menzionate dalla norma primaria o a ulteriori strumenti, eventualmente anche “*in deroga alle disposizioni vigenti relative al regime di forma e circolazione di tali strumenti, ivi comprese le disposizioni di cui agli articoli 2468, primo comma, 2470, commi dal primo al terzo 1 a 3, e 2471 del codice civile*”. Ciò potrà consentire, tra l’altro, l’apertura del nuovo regime di circolazione alle quote di s.r.l., in particolare alle quote standardizzate di s.r.l.-PMI.

Disciplina dell’emissione e circolazione. Gli effetti della scritturazione sul registro – Pur tenendo conto delle peculiarità derivanti dall’utilizzo delle nuove tecnologie, il decreto-legge ripropone nella sostanza la stessa scelta logico-giuridica adottata dal legislatore delegato del decreto Euro, che ha introdotto per la prima volta nel nostro ordinamento nel 1998 un regime di emissione e circolazione degli strumenti finanziari in forma scritturale, salvaguardando nel nuovo regime alcune funzioni e principi tipici del regime di emissione e circolazione in forma cartacea, quali la funzione di legittimazione e il principio di letteralità e di autonomia degli acquisti.

L’intervento legislativo di allora ha consentito di sostituire l’emissione e la circolazione del documento cartaceo con un’emissione e una circolazione effettuate tramite sistemi elettronici di scritturazione contabile. All’esito dell’adozione del decreto Euro, con riferimento agli strumenti finanziari dematerializzati, alle registrazioni contabili elettroniche è stata riconosciuta *ex lege* la produzione di effetti equivalenti a quelli previsti dalla disciplina dei titoli di credito.

Il decreto-legge n. 25 prevede oggi una forma di digitalizzazione dei titoli che consente di sostituire all’emissione e alla circolazione del supporto cartaceo una emissione e una circolazione effettuate tramite mere scritturazioni in un registro distribuito. Se nel regime di dematerializzazione l’iscrizione degli strumenti finanziari nel conto detenuto dall’intermediario produce gli stessi effetti previsti dalla legge per la consegna o la detenzione del titolo cartaceo, le medesime conseguenze sono, nella nuova realtà digitale, direttamente associate alla scritturazione nel registro per la circolazione digitale.

Rispetto alla emissione e circolazione in forma cartolare e scritturale già note all’ordinamento, la tecnologia è l’elemento dirimente: il valore aggiunto consiste nella circostanza che da un lato, come nel sistema di gestione accentrata, si evitano tutti i rischi connessi allo smarrimento, distruzione e furto del supporto documentale, dall’altro lato è possibile realizzare un sistema di circolazione efficiente e sicuro, con annesso un sistema automatizzato di gestione dei flussi di pagamento, senza tuttavia dover ricorrere a un modello, quale quello scritturale in gestione accentrata, che implica necessariamente il coinvolgimento del depositario centrale e l’apertura di un conto presso un intermediario da parte dell’investitore.

Il decreto-legge prevede altresì una disciplina specifica relativa ai vincoli sugli strumenti finanziari digitali, applicabile sia a quelli di natura autoritativa che a quelli di natura volontaria, e prescrive determinati requisiti a carico del registro per la circolazione digitale per consentire l'applicazione di tale disciplina.

Controllo dei mezzi di accesso agli strumenti finanziari digitali e ruolo degli intermediari – Gli strumenti finanziari digitali (così come gli altri “beni” generati su un registro distribuito) non sono materialmente detenuti dall'utente, ma sono tipicamente accessibili e movimentabili attraverso un *wallet digitale* al quale si accede mediante delle “credenziali”. I *wallet digitali* sono protocolli informatici che consentono, nella sostanza, da un lato, di conservare le “credenziali”, ossia le chiavi crittografiche private cui sono associate le “chiavi crittografiche pubbliche” che identificano ciascun utente nel registro distribuito; dall'altro di interagire all'interno del registro distribuito stesso per disporre il trasferimento degli strumenti di propria pertinenza.

Lo strumento finanziario digitale esiste da un punto di vista tecnico come scritturazione sul registro, associato all'indirizzo pubblico del soggetto che l'ha sottoscritto o acquistato (in generale, a cui è stato trasferito). La possibilità di trasferire lo strumento finanziario digitale è collegata all'utilizzo della “chiave privata”, che non corrisponde giuridicamente allo strumento finanziario ma rappresenta lo strumento tecnico per “accedere” a esso e “disporre”. Possedere la chiave equivale, dunque, da un punto di vista operativo, a poter disporre del bene.

La previsione di presidi e standard di sicurezza atti a garantire la salvaguardia dei beni della clientela diventa dunque fondamentale anche qualora la “custodia” degli strumenti finanziari digitali per conto dell'investitore sia svolta attraverso il *controllo* dei “mezzi di accesso” agli stessi. Per questa ragione, il decreto-legge prevede che i mezzi di accesso agli strumenti finanziari possano essere controllati esclusivamente dall'investitore, dal responsabile del registro, da banche o imprese di investimento o dai gestori delle infrastrutture di mercato DLT e attribuisce una specifica potestà regolamentare (alla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia) per dettare requisiti specifici che si rendano necessari in virtù della novità del fenomeno.

L'investitore, come si è visto, può risultare direttamente intestatario sul registro distribuito dello strumento finanziario digitale. In questa ipotesi, può gestire direttamente i propri mezzi di accesso, conservando personalmente la “chiave”, o affidarne il controllo a uno dei soggetti sopra menzionati. Il decreto-legge n. 25 contempla tuttavia anche la possibilità che l'intermediario non si limiti ad amministrare i mezzi di accesso a un *wallet* intestato all'investitore, ma sia esso stesso intestatario di un *wallet* per conto dell'investitore.

In tale modello operativo⁹ le scritturazioni sul registro risultano effettuate a favore dell'intermediario medesimo, che agisce conto terzi, e non dell'investitore. Per ricondurre la legittimazione all'investitore, il decreto-legge introduce una previsione che valorizza le scritture interne dell'intermediario, operando un rinvio alla disciplina della legittimazione all'esercizio dei diritti che oggi è propria del solo sistema di gestione accentrata.

Sostituzione dello strumento finanziario digitale – Il decreto-legge detta una disciplina per l'ipotesi dell'impossibilità di accesso dell'investitore alla propria posizione sul registro quale fattispecie che legittima la “sostituzione” dello strumento digitale da parte del responsabile del registro. Si tratta di un'impossibilità *tecnica*, non imputabile al responsabile del registro, che consegue, tipicamente, allo

⁹ L'eventualità di un ricorso da parte degli operatori a tale modello operativo non può essere esclusa, soprattutto nell'ambito del *Pilot regime*, nell'ambito del quale potrebbe darsi il caso di una infrastruttura DLT che continui a contemplare la partecipazione di soggetti “interposti” che vogliano detenere gli strumenti finanziari digitali in *wallet* c.d. *omnibus*.

smarrimento della chiave privata. Si prevede per tale eventualità che il soggetto legittimato possa ottenere a proprie spese una nuova scritturazione in sostituzione di quella originaria.

Informativa – Fermi gli obblighi di trasparenza previsti dalla legislazione di matrice UE, il decreto-legge prevede una disciplina delle informazioni da associare allo strumento finanziario digitale al momento dell'emissione, nonché un obbligo, a carico del responsabile del registro, di rendere disponibile un documento informativo sulle caratteristiche della tecnologia, analogamente a quanto previsto in materia dalla disciplina svizzera, prevedendo una responsabilità specifica per le informazioni rese e per le eventuali omissioni.

Passaggi di regime di forma e circolazione – Si contempla l'ipotesi di un passaggio dal regime di forma e circolazione digitale a un regime di circolazione tradizionale (i) nell'ipotesi di cessazione del registro; ciò anche alla luce della constatazione che una forma di interoperabilità tra registri per la circolazione digitale non è allo stato attuale dell'evoluzione tecnologica garantita; (ii) su base volontaria, ossia sulla base di un'iniziativa dell'emittente, ove previsto dallo statuto del medesimo o dai termini e condizioni di emissione dello strumento.

Libri sociali – Si prevede che l'emittente assolva agli obblighi di aggiornamento dei libri sociali previsti dal Codice civile, ove applicabili, sulla base delle scritturazioni del registro e che sia consentito all'emittente di formare e tenere il libro dei soci e il libro degli obbligazionisti attraverso il registro per la circolazione digitale, anche in deroga alle modalità di tenuta dei libri previste dall'articolo 2215-*bis* del Codice civile.

Iscrizione nell'elenco – I soggetti che aspirano ad assumere il ruolo di responsabile del registro devono possedere requisiti minimi pre-identificati per essere iscritti nell'"elenco". Requisiti e modalità di iscrizione sono individuati in parte a livello di legislazione primaria; al contempo, viene attribuita alla Consob una potestà regolamentare per modulare ulteriori requisiti per l'iscrizione all'elenco, d'intesa con la Banca d'Italia.

È previsto che i soggetti interessati notifichino tempestivamente alla Consob l'avvio dell'attività. Nel caso di soggetti vigilati dalla Banca d'Italia o dall'IVASS, la notifica deve essere indirizzata anche a tali Autorità. La Consob valuta la completezza dell'istanza entro 20 giorni dalla ricezione della stessa. Verificata la completezza, la Consob ha 90 giorni per valutare la sussistenza dei requisiti di iscrizione.

Quanto agli obblighi e ai requisiti è possibile individuare un primo gruppo comune a tutti i soggetti che possono richiedere l'iscrizione all'elenco in discorso. Ulteriori requisiti specifici sono individuati per i soggetti che non siano già vigilati o regolamentati da Consob o Banca d'Italia: alcuni sono comuni a tutti i soggetti non vigilati, altri sono specificamente dedicati ai soggetti che richiedono l'iscrizione nell'elenco al fine di svolgere l'attività di tenuta del registro con riferimento a strumenti emessi da terzi. Ove sussistano talune condizioni da individuarsi in via regolamentare, tali ultimi soggetti potrebbero ritenersi "significativi": nel caso, sono previsti requisiti ulteriori. Da ultimo è presente una categoria "eventuale", quella dei soggetti individuati in via di normazione secondaria: i requisiti applicabili a tali soggetti potranno essere individuati sempre in esercizio di una potestà regolamentare dedicata.

La Consob è tenuta ad emanare un regolamento per disciplinare i principi e i criteri relativi alla formazione e alla tenuta dell'elenco e alle relative forme di pubblicità, anche istituendo sezioni diverse dello stesso. Nelle more dell'adozione, in virtù di una previsione specifica del decreto-legge, in caso di esito favorevole dell'istruttoria, la Consob potrà iscrivere i responsabili del registro in un elenco provvisorio.