

X° CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"L'EVOLUZIONE TECNOLOGICA E IL DIRITTO COMMERCIALE"

Roma, 22-23 febbraio 2019

ANTONIO CAPIZZI

**Catene di intermediazione transfrontaliere nella gestione accentrata di strumenti
finanziari e legittimazione all'esercizio dei diritti sociali: quale ruolo per la tecnologia
DLT/blockchain?**

SOMMARIO

1. Individuazione del problema	1
2. La nozione di "registro distribuito" e di "blockchain".	3
3. Il concreto funzionamento dei sistemi di gestione accentrata secondo "catene di intermediari".	6
4. I diversi criteri adottati a livello internazionale per l'attribuzione della legittimazione all'esercizio dei diritti connessi agli strumenti finanziari intermediati	9
4.1. La disciplina europea	12
4.2. Le convenzioni internazionali	17
4.3. Il sistema italiano	17
5. Problemi attuali dovuti all'operatività transfrontaliera delle catene di intermediazione: i possibili effetti connessi all'adozione della DLT	19
5.1. La legittimazione all'esercizio dei diritti derivanti dagli strumenti intermediati	20
5.2. Problemi di identificazione	24
5.3. Problemi di trasmissione delle informazioni e delle istruzioni di voto	26
5.4. Effetti distorsivi sulla <i>governance</i> dell'emittente	27
6. Riepilogo: i possibili ruoli della tecnologia DLT, tra "retrofitting" e "disruption"	28

1. Individuazione del problema

La notevole attenzione che negli ultimi tempi ha suscitato in ambito internazionale l'avvento delle tecnologie "blockchain" e "distributed ledger" (DLT) trova riscontro negli investimenti e ricerche effettuati dai partecipanti all'industria della circolazione di strumenti finanziari.

Più in particolare, è oramai quasi un decennio che si registra un diffuso scetticismo circa l'efficacia degli attuali meccanismi deputati a regolare a livello transfrontaliero il trasferimento e la detenzione di strumenti finanziari emessi da società quotate¹. Tale inefficacia si manifesta soprattutto con riferimento alle seguenti questioni: *i*) accertamento

¹ V. già i cc.dd. "Giovannini Reports", redatti per conto della Commissione Europea dal gruppo di esperti presieduti dal prof. Alberto Giovannini: *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, November 2001 (c.d. "First Giovannini Report") e *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, April 2003 (c.d. "Second Giovannini Report"), entrambi disponibili al link https://ec.europa.eu/info/publications/giovannini-reports_en, che individuarono 15 barriere ad un efficiente processo di *clearing* e *settlement* transnazionale (le c.d. "Giovannini barriers").

della legge applicabile al trasferimento e, soprattutto, all'esercizio dei diritti derivanti agli strumenti intermediati; *ii*) possibilità per l'emittente di identificare gli investitori finali; *iii*) corretta trasmissione lungo la catena di intermediazione dall'emittente agli investitori delle informazioni societarie e dagli investitori all'emittente degli atti di esercizio dei diritti sociali; *iv*) effetti distorsivi sulla *governance* delle società emittenti.

E' quindi diffuso il convincimento che l'adozione delle nuove tecnologie, tra cui la DLT e la *blockchain*, potrebbe essere risolutivo al fine di semplificare, riducendone i costi, l'attuale sistema e, per quello che in questa sede interessa, al contempo mitigare, se non annullare, gli effetti distorsivi appena menzionati.

La comprensione della effettiva utilità che potrebbe conseguire dall'adozione di tali tecnologie non può prescindere da una pur sommaria analisi delle rilevanti differenze che caratterizzano i diversi sistemi accentrati di gestione, in particolare per quanto concerne i criteri di legittimazione all'esercizio dei diritti (sociali o meno) connessi al possesso di strumenti finanziari "intermediati"². L'unica caratteristica comune a pressochè tutti i sistemi³, infatti, è quella della "intermediazione" nella circolazione, ossia di un coinvolgimento nel processo di tutta una serie di intermediari specializzati (geograficamente o funzionalmente), a loro volta distribuiti secondo "catene transnazionali". I trasferimenti avvengono quindi sulla base di compensazioni periodiche tra i conti "*omnibus*" ai vari livelli delle catene che coinvolgono venditore e acquirente.

Si può però sin d'ora anticipare che mentre è ragionevole attendersi che i problemi sopra indicati *sub ii*) (problemi di identificazione), *iii*) (problemi di trasmissione) e *iv*) (problemi di *governance*) si pongano pressochè uniformemente a livello internazionale, la rilevanza di quelli *sub i*) (problemi di legittimazione) effettivamente dipende dalle norme che i singoli ordinamenti nazionali dettano sul punto, anche in funzione delle loro specifiche tradizioni giuridiche⁴.

L'ordinamento italiano, ad esempio, sul finire del secolo scorso ha come noto adottato – tra i tanti possibili – un sistema di gestione accentrata che ancora la legittimazione all'esercizio dei diritti alle "comunicazioni" o "certificazioni" rilasciate dagli emittenti. Esso, quindi, sul fronte della legittimazione pone necessariamente dei problemi diversi rispetto ad altri sistemi – quali ad esempio quello britannico – in cui il fenomeno di intermediazione è ricostruito in termini meramente contrattuali, con interposizione dell'intermediario "a monte" che esercita i diritti in nome proprio ma in virtù di istruzioni ricevute dall'intermediario "a valle" o, in ultimo, dallo stesso investitore finale. Nel sistema italiano, infatti, ciò che conta è più che altro individuare l'intermediario abilitato al rilascio delle comunicazioni o certificazioni, cui è la stessa legge ad attribuire forza legittimante. Nel sistema britannico, invece, mancando del tutto tale speciale criterio di legittimazione conta accertare la corretta trasmissione dei vari flussi informativi lungo la catena di intermediazione.

² Si utilizza volutamente un termine generico in ragione delle profonde differenze esistenti a livello internazionale di cui infra.

³ Fanno eccezione i c.d. "*transparent models*", su cui v. infra il § 4.

⁴ V. ampiamente sul punto P. PAECH, *Cross-border issues of securities law: European efforts to support securities markets with a coherent legal framework*, Briefing redatto per il Comitato degli Affari Economici e Monetari del Parlamento Europeo, 2011, disponibile sul sito istituzionale del parlamento europeo.

Si tenterà però di dimostrare che a rilevare nel sistema italiano è la comunicazione o certificazione rilasciata dal c.d. “intermediario ultimo”, ossia da quell’intermediario che è ha direttamente rapporti con l’investitore. E’ quindi ragionevole prevedere che, quantomeno nel breve periodo, i benefici conseguenti all’adozione di una tecnologia DLT/blockchain sarebbero omogenei nonostante le differenze tra i vari sistemi, consentendo un risparmio di costi e una maggiore accuratezza di trasmissione delle informazioni.

Per quanto concerne, invece, la capacità di tali tecnologie di sovvertire (*disrupt*) l’attuale sistema, così giungendo a una situazione di totale “disintermediazione”, è allo stato possibile sollevare più di un interrogativo. Sotto un primo profilo, infatti, potrebbe osservarsi che la conformazione, anche giuridica, di un determinato mercato non necessariamente è il frutto di valutazioni in merito alla sua desiderabilità a livello collettivo. Sotto un secondo profilo, inoltre, non è ancora chiaro se l’abbandono, consentito in astratto dalla DLT, di un sistema basato su compensazioni globali e periodiche tra intermediari in luogo di uno totalmente disintermediato consenta, oltre a un innegabile semplificazione delle modalità di esercizio dei diritti sociali da parte degli investitori, anche un apprezzabile risparmio dei conseguenti costi di gestione.

2. La nozione di “registro distribuito” e di “blockchain”.

La relativa novità di nozioni come quelle di “*Distributed Ledger Technology*” (DLT) e di “*Blockchain Technology*” impone una preliminare individuazione dei caratteri di tali tecnologie, spesso confuse tra di loro e anche rispetto alla peculiare “valuta virtuale” denominata *Bitcoin*, che invece è frutto di una peculiare combinazione delle due.

Sul punto si è già formata una discreta letteratura, cui appare opportuno rinviare⁵, essendo sufficiente ai nostri fini porre in luce la caratteristica principale della DLT: l’elaborazione, distribuzione, replicazione ed archiviazione di informazioni tra soggetti distinti (i “nodi”) posti in condizione – più o meno intensa – di pariteticità, di modo che ogni “nodo” possieda una versione del registro aggiornata in tempo (quasi) reale rispetto a quella del nodo che introduce una modifica al registro stesso. La tecnologia DLT, quindi, permette di superare la necessità – propria degli attuali sistemi di conservazione delle informazioni – di un registro centrale dotato di autorità maggiore rispetto alle sue “copie”. Se, infatti, tutti i “nodi” hanno accesso ad uno stesso registro, viene meno la necessità di “riconciliare” con le risultanze del registro originario i diversi supporti sui quali vengono rappresentati gli eventi o le informazioni registrate. La DLT, insomma, tende ad eliminare la necessità che l’inserimento di una nuova informazione sul registro – e sulle sue copie – per poter essere “valida” (nel senso di esistente in un dato contesto giuridico) debba essere convalidata da un soggetto centrale a ciò preposto. E’ infatti la stessa tecnologia, in virtù del suo carattere decentrato, a fungere da “validatore” (distribuito, per l’appunto).

E’ poi inoltre necessario distinguere tra la funzione di “registrazione di transazioni altrove avvenute” propria della DLT nella sua forma più pura e quella, ad esempio propria della tecnologia sottostante alla moneta virtuale *Bitcoin*, che combina a tale ultima funzione

⁵ V. sul punto la completa e approfondita esposizione di D. YERMACK, *Corporate Governance and Blockchains*, in *Rev. of Fin.*, 2017, 7 ss., in part. 11 ss.; UK GOVERNMENT CHIEF SCIENTIFIC ADVISOR, *Distributed Ledger Technology: Beyond Block Chain*, 2016, 10 e 17 ss., disponibile al link <https://www.gov.uk/government/news/distributed-ledger-technology-beyond-block-chain>.

anche quella di “luogo virtuale” ove possono concretamente avvenire le transazioni stesse, così assolvendo anche al ruolo di vero e proprio mercato⁶.

All'interno della DLT si pone la tecnologia *blockchain*, invece, utilizzata per la prima volta per i *Bitcoin*. Tale tecnologia è caratterizzata da una peculiare conformazione dell'algoritmo di crittografia in base al quale la modifica dei dati riportati sul registro distribuito non comporta alcuna sostituzione ma l'aggiunta di un nuovo “blocco” di dati a quelli preesistenti, così che sia diacronicamente rappresentata dal registro l'intera sequenza delle modifiche al medesimo apportate.

La DLT può poi concretamente essere declinata in una pluralità di forme: con o senza l'utilizzo della tecnologia *blockchain*; a visualizzazione pubblica o riservata; modificabile da parte di qualsiasi partecipante (DLT *unpermissioned*) o ad accesso limitato (DLT *permissioned*). Tale pluralità di variabili strutturali impone di individuare una definizione di DLT che sia abbastanza estesa da ricomprenderle tutte senza perdere in chiarezza semantica.

A livello legislativo si è già assistito ad alcuni tentativi di definizione del fenomeno⁷, anche da parte del legislatore italiano, secondo un procedimento ancora in corso, dagli esiti incerti e alquanto goffo e scoordinato, vuoi nelle modalità seguite vuoi nel concreto contenuto delle norme in corso di adozione⁸.

⁶ Cfr. G.S. GEIS, *Traceable Shares and Corporate Law*, in *Northwestern Un. Law Rev.*, 2018, 227 ss., in part. 255 ss. che distingue quattro diverse alternative: 1) registri tradizionali non distribuiti, in cui ogni utente custodisce una propria copia del registro (Tipo 1); 2) registri distribuiti privati, in cui le versioni del registro possono essere consultate e modificate solo da utenti a ciò specificamente autorizzati (Tipo 2); 3) registri distribuiti pubblici, consultabili pubblicamente ma modificabili solo da utenti a ciò specificamente autorizzati (Tipo 3); 4) registri distribuiti pubblici consultabili e modificabili da chiunque, utilizzando lo specifico protocollo (Tipo 4).

⁷ Cfr. State of Arizona, House bill 2417 amending section 44-7003, Arizona Revised Statutes; amending title 44, chapter 26, Arizona Revised Statutes, by adding article 5; relating to electronic transactions: “Blockchain technology” means distributed ledger technology that uses a distributed, decentralized, shared and replicated ledger, which may be public or private, permissioned or permissionless, or driven by tokenized crypto economics or tokenless. the data on the ledger is protected with cryptography, is immutable and auditable and provides an uncensored truth”.

⁸ Ci si riferisce alla per vero non commendevole vicenda del c.d. “Decreto semplificazioni” la cui adozione fu annunciata con gran clamore in occasione del Consiglio dei Ministri del 15 ottobre 2018, e il cui art. 2 della bozza che iniziò a circolare informalmente (rubricato “Definizione di tecnologie basate su registri distribuiti”) recitava che “1. Si definiscono “tecnologie basate su registri distribuiti” le tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetturealmente [*sic*] decentralizzato su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l'aggiornamento e l'archiviazione di dati sia in chiaro che ulteriormente protetti da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili. 2. La condivisione di un documento informatico attraverso l'uso di tecnologie basate su registri distribuiti produce gli effetti giuridici della validazione temporale di cui all'art. 41 del Regolamento UE n. 910/2014. 3. Entro 60 giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del decreto legge, l'Agenzia per l'Italia Digitale individua gli standard tecnici che le tecnologie basate su registri distribuiti debbono possedere ai fini della produzione degli effetti di cui al comma 2”.

Gli elementi fondanti della tecnologia sono, comunque: *a)* la sua natura di rete informatica cui accedono i partecipanti; *b)* il fatto che su tale rete sono rappresentati o beni “nativi”, in quanto esistenti solo all’interno della rete stessa (ad es. i *Bitcoin*), o altre informazioni; *c)* il fatto che l’aggiornamento e la convalida dei dati presenti sulla rete non è riservata ad un singolo operatore ma a tutti coloro che sono qualificabili come nodi, secondo diverse modalità di *consensus* (i.e. criterio maggioritario di accettazione) circa l’ammissibilità delle modifiche operate.

L’evoluzione tecnico/informatica permette quindi che copie di uno stesso registro siano automaticamente “aggiornate” o “sincronizzate” in pochi secondi, senza che il processo di aggiornamento dipenda dalla necessità di avere un registro “centrale” cui tutti gli altri devono adeguarsi, il tutto con la garanzia di immutabilità e accuratezza data dalla esposizione in linguaggio crittografico univoco⁹ delle modifiche apportate.

L’elemento della condivisione del lavoro, più che quello della distribuzione del risultato (peraltro già attuabile con qualsiasi tecnologia di trasmissione dati informatica) sembrerebbe quindi costituire la specifica caratteristica della DLT rispetto ai classici registri centralizzati, in cui vi è una chiara distinzione tra chi tiene il registro e chi vi accede.

All’interno della DLT è quindi possibile distinguere due categorie di soggetti, che possono o meno coincidere a seconda della concreta strutturazione della rete adottata: i “nodi”, che sono abilitati a gestire il registro; gli “utenti”, che usufruiscono delle informazioni e modificano la rete tramite i nodi. E’ poi possibile ipotizzare la creazione di ulteriori categorie di soggetti all’interno della rete, ad esempio soggetti “meramente visualizzatori” o dotati di particolari privilegi¹⁰.

Peraltro, varrà la pena di osservare come l’esigenza di avere un “registro” avente valore di fede pubblica o comunque intersoggettivo ove, ad esempio, tener traccia delle

Anche prescindendo dalla discutibile qualità linguistica del testo appena riportato, esso comunque non è stato riportato – né il Governo ha ritenuto di illustrarne il motivo – nel testo del decreto legge n. 135 pubblicato, a distanza di ben due mesi, nella G.U. el 14 dicembre 2018.

La norma è però riapparsa, quale art. 8-ter, nel testo della legge di conversione del decreto approvato dal Senato il 29 gennaio 2019, con l’aggiunta di un nuovo comma 2 concernente la definizione di “smart contract”: “Si definisce “smart contract” un programma per elaboratore che opera su tecnologie basate su registri distribuiti e la cui esecuzione vincola automaticamente due o più parti sulla base di effetti predefiniti dalle stesse. Gli smart contract soddisfano il requisito della forma scritta previa identificazione informatica delle parti interessate, attraverso un processo avente i requisiti fissati dall’Agenzia per l’Italia digitale con linee guida da adottare entro novanta giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto”. Il testo è attualmente all’esame della Camera dei Deputati.

⁹ L’univocità è data dal fatto che, prescelto l’algoritmo di crittografazione, da un determinato *input* può ottenersi uno e un solo segno crittografico quale *output*, denominato “hash”, sul punto v. ampiamente L. LEE, *New Kids on the Blockchain: How Bitcoin’s Technology Could Reinvent the Stock Market*, in *Hastings Bus. Law Journ.*, 2016, 81 ss., in part. 93 ss. e G.S. GEIS, *Traceable Shares*, cit., 257 ss.

¹⁰ Cfr. D.A. ZETSCHÉ-R.P. BUCKLEY-D.W. ARNER, *The Distributed Liability of Distributed Ledgers: Legal Risks of Blockchain*, University of Luxembourg Law Working Paper No. 007/2017; Center for Business & Corporate Law (CBC) Working Paper 002/2017; University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2017/020; UNSW Law Research Paper No. 5, 22, disponibile al [link https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3018214](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3018214)

transazioni commerciali è antica quanto l'idea stessa di commercio¹¹. Anche l'esigenza di un "registro distribuito", inteso quale registro il cui contenuto è condiviso nello stesso identico contenuto da più soggetti e il cui aggiornamento è insito nelle stesse modalità della sua compilazione, non è nuova.

Si pensi alle "taglie o tacche di contrassegno" cui il codice civile, con gusto quasi antiquario, dedica l'art. 2713 stabilendo che "le taglie o tacche di contrassegno corrispondenti al contrassegno di riscontro formano piena prova tra coloro che usano provare in tal modo le somministrazioni che fanno o ricevono al minuto"¹². Si è parlato al riguardo di "prova bilaterale", reggendosi l'antico meccanismo sulla "distribuzione" del materiale probatorio (le due metà dell'assicella di legno) finalizzata ad evitare contestazioni in merito al segno sulle medesime rappresentato¹³.

Si pensi, ancora, al peculiare sistema monetario/probatorio in vigore nel XIX sec. sull'isola di Yap, in Micronesia, in cui la moneta, denominata "rai", era costituita da ruote circolari che arrivavano a pesare sino a quattro tonnellate ciascuna e, che, pertanto, non era possibile spostare al momento della consegna del mezzo di pagamento. La società Yapese si affidava quindi su una cultura orale dei vari passaggi delle singole pietre, o di porzioni di esse, sicché la titolarità dei singoli "rai" era affidata alla "conoscenza distribuita" tra tutti i membri della comunità e, quindi, al consenso diffuso¹⁴.

3. Il concreto funzionamento dei sistemi di gestione accentrata secondo "catene di intermediari"

Anche se il tema dei meccanismi tecnici mediante i quali si perfezionano le transazioni su strumenti dematerializzati può sembrare altamente tecnico e specialistico, esso ha un enorme impatto (in alcuni ordinamenti negativo, in quanto limita i diritti degli investitori) sul concreto funzionamento del sistema delle società quotate¹⁵.

¹¹ Cfr. UK GOVERNMENT CHIEF SCIENTIFIC ADVISOR, *Distributed Ledger Technology: Beyond Block Chain*, cit., 5.

¹² Le taglie venivano incise su "un'assicella di legno dolce, che si divide in due longitudinalmente, in modo che possano le due parti sovrapporsi e combaciare; ai lati di entrambe si fal col coltello, ogni volta che ha luogo una somministrazione, un'incisione o tacca, che si estende in modo uniforme all'una e all'altra parte. L'una è affidata a chi somministra la merca, l'altra a chi la riceve. Tante tacche recano le due assicelle, tante unità di misura sono state scambiate. Il riscontro esatto delle tacche nelle due parti sovrapposte è la prova per entrambi i portatori. E' evidente che qualsiasi alterazione nella propria assicella eseguita da uno di essi non corrisponderebbe a quella dell'altro; mancherebbe allora il contrassegno e non si avrebbe regolare funzionamento della prova", così M. D'AMELIO, *Tacche e taglie di contrassegno* (ad vocem), in *Noviss. Dig. It.*, XVIII, UTET, Torino, 1971, 1021 ss., in part. 1021.

¹³ Cfr. S. PATTI, *Della prova documentale. Art. 2699-2720*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Zanichelli-Soc. Ed. Foro Italiano, Bologna-Roma, 1996, 134 ss., in part. 135, ove richiama quelle opinioni che richiamano la logica della "prova bilaterale" insista nel meccanismo delle tacche per affrontare i problemi definitivi della c.d. "prova informatica", in relazione alla quale "ogni parte contraente può conservarne una copia, risultando pertanto possibile - in caso di contestazione - un confronto analogo a quello delle taglie".

¹⁴ Cfr. Y. BRIKMAN, *Bitcoin by analogy*, 2014, disponibile al link <https://www.ybrikman.com/writing/2014/04/24/bitcoin-by-analogy/>

¹⁵ Cfr. G.S. GEIS, *Traceable Shares*, cit., 228.

E' stato infatti osservato che, in realtà alquanto contro-intuitivamente, alla digitalizzazione dei mercati finanziari avvenuta sul finire del XX sec., lungi dal corrispondere una semplificazione della struttura del mercato azionario, si è accompagnata una sua ancor maggior strutturazione, con il proliferare di catene indirette di detenzione, così in definitiva ampliandosi il grado di intermediazione (e quindi la disconnessione) tra investitori, *asset* finanziari e emittenti¹⁶.

La struttura dell'attuale mercato finanziario è infatti basata su lunghe "catene di intermediari", sicchè la circolazione degli strumenti finanziari non è attuata, come ci si potrebbe attendere, mediante i soli passaggi dal cliente all'intermediario e da quest'ultimo al depositario centrale indicato dall'emittente. Al contrario, sono relativamente pochi gli intermediari ad accedere quali aderenti al sistema del depositario centrale (soprattutto in ragione dei costi fissi della tenuta del servizio, che rendono conveniente aderire solo qualora si movimentino volumi elevati di transazioni), accadendo invece che gli intermediari aprano a loro volta un conto "pool" (ove sono registrati tutti gli strumenti di un dato tipo detenuti dall'intermediario medesimo) presso altri intermediari, con possibilità di un ulteriore allungamento della catena che si interpone tra il titolare dello strumento e il depositario centrale¹⁷.

A ciò si aggiunga che una rilevante parte delle operazioni di compravendita di titoli dematerializzati, per un ammontare superiore ai 10.000 miliardi di euro annui, avviene a livello transfrontaliero¹⁸, sicchè circa il 44% delle azioni di società quotate dell'UE è detenuto, tramite lunghe catene di intermediazione, da azionisti esteri, la maggior parte dei quali sono peraltro investitori istituzionali e gestori di attivi¹⁹.

Tale strutturazione del sistema determina la mancanza di una fonte comune di informazioni su cui gli "intermediari-anelli della catena" possano fare affidamento sia al fine di attestare l'avvenuto perfezionamento di una transazione sia, laddove il singolo ordinamento lo richieda, di attestare la legittimazione dell'investitore all'esercizio dei diritti connessi allo strumento intermediato. Ciò obbliga ad una continua opera di

¹⁶ Cfr. E. MICHELER, 2015, *Custody Chains and Asset Values: why Crypto-Securities are Worth Contemplating*, in *Cambridge Law Journ.*, 2015, 505 ss., che richiama quanto osservato da M. LEWIS, *Flashboys*, 2014, Allen Lane, 135.

¹⁷ Cfr. M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, Giappichelli, Torino, 2012, 14 e la bibliografia citata alle ntt. 43 e 44, nonché nt. 47 a pag. 15, ove una distinzione tra i ruoli di *custodian*, *global custodian*, *local custodian*, *International CSD*, e *sub-custodian*.

¹⁸ Cfr. *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni sulla legge applicabile agli effetti patrimoniali delle operazioni su titoli*, COM(2018)89 final, 1, che cita i dati della BCE relativi al 2016.

¹⁹ Cfr. *Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda taluni elementi della relazione sul governo societario*, COM(2014)213 final, 3. Per maggiori dettagli v. *Commission Staff Working Document Impact Assessment, Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on amending Directive 2007/36/EC*, SWD(2014)127 final, 9-10, ove un'esposizione dei dati per singolo Stato membro dell'Unione.

riconciliazione dei singoli registri: ogni cambiamento, a qualsiasi livello avvenga, deve essere continuamente recepito, con ampio margine di inefficienza e alto rischio di errori²⁰.

E' però importante chiarire come tale complessa struttura di intermediazione non si sia sviluppata spontaneamente, ma su impulso degli intermediari stessi unicamente per consentire che la sempre maggiore mole di transazioni su titoli potesse essere gestita al costo più basso possibile nonostante la difficoltà in termini di gestione degli eventi societari. Essa è allora il frutto di una precisa scelta adottata (o avallata) soppesando: *i*) il *trade-off* tra costi di regolamento e costi di gestione degli eventi societari (a tutto vantaggio di un minor ammontare dei primi)²¹; *ii*) l'interesse all'anonimato degli investitori²².

L'esistenza di una catena, a volte molto lunga, di intermediari, e il fatto che i depositari posti alla fine della catena tengono conti *omnibus* o *pooled* di tutti i titoli di pertinenza della clientela è infatti imposto da evidenti esigenze di economicità e speditezza²³ e fa sì che, soprattutto a livello internazionale, gli intermediari tengano traccia dell'effettiva titolarità degli strumenti scambiati solo sino ad un certo livello (molto iniziale)²⁴. I conti *omnibus*, infatti, semplificano le operazioni di riconciliazione escludendo dal procedimento tutti gli intermediari situati "a monte" dell'intermediario comune, ossia di quell'intermediario

²⁰ V. per il sistema americano M. KAHAN-E. ROCK, *The Hanging Chads of Corporate Voting*, in *Georg. Law Journ.*, 2008, 1227 ss.; per il sistema europeo D. BULLMANN-A. PINNA, *The future of European financial market infrastructure: A business case for distributed ledger technology?*, in *Journ. Sec. Operations & Custody*, 2016, 38 ss.

²¹ Cfr. M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista*, cit., 16 nt. 52, il quale chiarisce come l'attuale sistema si frutto di "una soluzione tra le tante possibili nella ricerca dell'equilibrio tra le esigenze di speditezza e di risparmio di costo nella conduzione dei sistemi di pagamento, da un lato, e, dall'altro, di semplificazione dei procedimenti necessari a ricostruire i soggetti aventi diritto ai benefici del possesso di un titolo"; sempre nella stessa nota l'Autore richiama quegli ordinamenti (Cina, Spagna, Grecia, Argentina, Brasile) che hanno adottato una struttura "trasparente", tale per cui il depositario centrale può sempre accedere in tempo reale all'identità degli investitori effettivi.

²² Cfr. M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista*, cit., 51. Con più specifico riferimento al possibile utilizzo della tecnologia DLT v. D. YERMACK, *Corporate Governance and Blockchains*, cit., 17, secondo il quale dovrebbero essere gli emittenti a considerare quale livello di anonimato dei propri investitori sia desiderabile, con la conseguenza che "a range of blockchains offering varying degrees of investor anonymity might compete in the market to attract corporate listings, with companies sorting themselves among different platforms that appealed to different shareholder clienteles based on their preferences for ownership transparency"; lo stesso Autore da ultimo citato (*ivi*, 18) osserva che ironicamente gli emittenti potrebbero gradire la pubblicità garantita dal DLT come mezzo antiscalata, dato che la loro struttura trasparente impedisce l'acquisizione strategica di posizioni ostili e, anzi, promuove un comportamento passivo degli azionisti.

²³ Cfr. M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista*, cit., 15.

²⁴ *Ivi*, 3: "il diritto societario ... continua a identificare nell'azionista il centro di imputazione delle posizioni giuridiche che fanno per controparte la società emittente. L'individuazione in concreto di chi sia "azionista" di una società le cui azioni siano dematerializzate risulta tuttavia, a volte, tutt'altro che semplice, dato che i sistemi di detenzione e trasferimento di titoli accrescono la complessità del contesto all'interno del quale si muovono le due variabili che consentono di individuare l'allocatione della qualità di azionista e, quindi, del potere di voto: lo spazio (inteso come collocazione nella serie dei soggetti a vario titolo coinvolti nella detenzione dello strumento finanziario) e il tempo".

Inoltre, anche qualora si riesca ad identificare il titolare, la titolarità si estenderà su "una" azione, intesa come bene fungibile, e non su una specifica azione: insomma non si "tracciano" le azioni.

“che si trova più a valle tra quelli dei cui conti si avvalgono, indirettamente, sia il venditore che il compratore”²⁵.

Si pone, quindi, un *deficit* di trasparenza degli assetti proprietari (c.d. “*no look through principle*”), giacché l’impiego di conti *omnibus* rende molto complesso per il depositario centrale o l’emittente (chi, ossia, si trovi al vertice della catena), identificare i soggetti titolari dei diritti sociali.

Nell’adozione del sistema, però, e nella sua successiva regolazione, non sono stati probabilmente adeguatamente considerati gli effetti che esso ha in termini di benessere complessivo²⁶, soprattutto in quegli ordinamenti che, a differenza di quello italiano, non hanno previsto peculiari criteri di legittimazione all’esercizio dei diritti connessi agli strumenti immessi nel sistema. Lo stesso sistema italiano, peraltro, sembra sotto un certo profilo non considerare la dimensione transnazionale del fenomeno²⁷.

4. I diversi criteri adottati a livello internazionale per l’individuazione della legge applicabile e per l’attribuzione della legittimazione all’esercizio dei diritti connessi agli strumenti finanziari intermediati.

Ad oggi si assiste ad una notevole frammentazione dei i criteri adottati dai vari sistemi giuridici per individuare la legge applicabile, oltre che la legittimazione all’esercizio dei diritti attribuiti dagli strumenti intermediati²⁸.

Con riferimento al secondo profilo si è così distinto²⁹ tra: *i*) sistemi basati sul rapporto di *trust* (*trust model*), adottati in Inghilterra e altri paesi di *common law*, in base al quale sono gli intermediari ad essere considerati i “proprietari” degli strumenti finanziari, che devono gestire nell’interesse dei clienti finali/investitori, quali loro *trustees*; *ii*) sistemi basati sul concetto di legittimazione (*entitlement model*), quale quello statunitense; *iii*) sistemi basati sulla gestione accentrata (*undivided property model*), quali quelli francese e italiano; *iv*) sistemi basati su una peculiare forma di proprietà indivisa (*pooled property model*), quali quelli tedesco, austriaco e giapponese; *iv*) sistemi trasparenti (*transparent model*), quali quelli scandinavi, greco, polacco, cinese e brasiliano, che non conoscono catene di intermediazione, operando solo il depositario centrale presso il quale gli investitori aprono dei conti per il tramite degli intermediari (perlopiù banche), qualificati come “*account operators*”. Tale frammentazione di criteri è anche conseguenza dalle diverse tradizioni giuridiche su che cosa debba intendersi per “strumento finanziario” e sulle modalità della loro circolazione, oltre che su concetti giuridici ancor più generali come quello di proprietà³⁰.

A livello di legge applicabile, invece, più o meno tutti gli ordinamenti adottano il criterio PRIMA (*Place of the Relevant Intermediary Approach*), identificandola in base al luogo ove sono registrati gli strumenti finanziari detenuti dall’investitore. Ciò, però, con due

²⁵ *Ivi*, 15 nt. 18.

²⁶ Cfr. E. MICHELER, *Custody Chains*, cit., 508.

²⁷ V. *infra* il § 5.1.

²⁸ Cfr. *First Giovannini Report*, cit., 20 ss., per una sintesi dei motivi storico-politici di tale frammentazione e per un’esposizione, oramai ovviamente non più aggiornata, dei diversi sistemi di *trading*, *clearing* e *settlement* adottati dai paesi all’epoca membri della CE.

²⁹ Cfr. P. PAECH, *Cross-border issues of securities law*, cit., 14 ss.

³⁰ Cfr. *First Giovannini Report*, cit., 54 ss.

significative varianti. In alcuni paesi (Inghilterra, USA, Svizzera), oltre che secondo la Convenzione dell'Aia³¹, la legge applicabile è frutto della libera scelta delle parti. In altri paesi (perlopiù di *Civil Law*), nonché nelle norme europee che si occupano di tale aspetto³², si applica la legge del luogo di effettiva localizzazione del conto, pur con notevoli divergenze sulla concreta identificazione di tale "effettiva localizzazione" causate dalla eterogeneità dei sistemi di gestione accentrata e, quindi, della diversa qualificazione dei rapporti intercorrenti tra emittente, intermediari e investitori.

Una caratteristica comune, però, sta nella sostanziale "indifferenza" dei diversi diritti societari rispetto al fenomeno appena indicato, come se fosse sempre possibile per l'emittente, in un modo o nell'altro, identificare univocamente i titolari di strumenti finanziari e, in particolare, gli azionisti³³. Tale atteggiamento di indifferenza, però, mentre comporta notevoli problemi applicativi in altri ordinamenti, non sembra a prima vista influire – quantomeno sino a quando la catena di intermediazione sia tutta domestica – su quello italiano che, come si vedrà, si è orientato nel senso di attribuire alle "certificazioni o comunicazioni" rilasciate/effettuate dagli intermediari piena valenza ai fini della legittimazione all'esercizio dei diritti³⁴.

In ogni caso, dal momento che la maggior parte, se non tutti, i casi giurisprudenziali in tema di (mal)funzionamento dei sistemi di intermediazione sono tratti dalle esperienze inglese e statunitense appare opportuno descriverne brevemente le caratteristiche salienti. Come si vedrà, infatti, molti dei problemi che essi sollevano sono intimamente legati con la peculiarità dei sistemi di intermediazione colà adottati.

In Inghilterra, infatti, vige la regola (Sec. 112(2) Companies Act 2006) secondo cui è socio, e quindi formalmente legittimato all'esercizio dei diritti connessi alla partecipazione azionaria, solo chi è iscritto nel libro soci. Nella stragrande maggioranza dei casi tale posizione è rivestita dagli intermediari membri del sistema CREST, operato dalla Euroclear, che funge da depositario centrale³⁵. Si distingue quindi – in consonanza con la peculiare tradizione giuridica di *common law*, cui è aliena a una concezione monolitica del diritto di proprietà – tra *legal ownership* (che è quella di chi è iscritto in tale registro, ossia gli intermediari membri di CREST) e *equitable ownership* (che è quella che spetta agli

³¹ V. *infra* il § 4.2.

³² V. *infra* il § 4.1.

³³ Cfr. M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista*, cit., 3. Analoga considerazione, per il diritto del Delaware, in J.T. LASTER, *The Block Chain Plunger: Using Technology to Clean Up Proxy Plumbing and Take Back the Vote*, *Keynote Speech* pronunciato dal *Vice Chancellor* della *Chancery Court* del Delaware in occasione del *Council of Institutional Investors* di Chicao del 29 settembre 2016, disponibile al link https://www.cii.org/files/09_29_16_laster_remarks.pdf, 6: "Delaware corporate law is not built to accommodate the nominee system. It assumes that stockholders owns shares directly and treats any deviation from direct ownership as a voluntary choice by the stockholder, which isn't it".

³⁴ V. *infra* il § 5.1.

³⁵ E' però possibile che l'investitore acceda direttamente alla piattaforma CREST chiedendo l'iscrizione nel libro soci a suo nome (c.d. *personal membership*), su cui v. M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista*, cit., 65 e nt. 6 ove un riferimento alle ragioni del sostanziale insuccesso dell'istituto.

intermediari posti a valle della catena e, in definitiva, all'investitore finale in virtù di un rapporto di *trust* con l'intermediario posto più a monte nella catena)³⁶.

Conseguentemente, nella ricostruzione adottata dalla maggioranza degli interpreti³⁷, gli investitori hanno un rapporto unicamente un rapporto di "*interest*" nei confronti del proprio diretto intermediario, il quale a sua volta ha rapporti con l'intermediario a monte della catena, e così via, sino al depositario centrale. Ciò nonostante, si osserva, i benefici derivanti da tale sistema rispetto a quello meramente cartolare sono tali da permettere di considerare tale situazione di *interest* - che con atteggiamento tipicamente anglosassone non è mai specificamente definita nella sua "natura" - sufficientemente tutelata³⁸.

Anche negli Stati Uniti d'America³⁹, dove l'esigenza di superare la circolazione meramente cartolare si pose sin dagli anni '60 del secolo scorso⁴⁰, i rapporti tra gli investitori e gli intermediari posti ai vari livelli della catena sono sostanzialmente ricostruiti in termini di rapporti contrattuali di *security entitlement* di ogni anello della catena rispetto a quello a monte⁴¹, sicché la stragrande maggioranza delle azioni risultano nei libri soci degli emittenti come di proprietà non degli investitori-*beneficial owners* ma a nome della Cede & Co., il nome utilizzato dal depositario centrale⁴².

Nei due ordinamenti più rilevanti a livello globale per volume di scambi il raccordo tra diritto societario e diritto dei mercati finanziari è stato quindi posto ad un livello meramente contrattuale: legittimato all'esercizio dei diritti è il depositario centrale, che li esercita in conformità delle istruzioni ricevute dagli investitori per tramite della catena di intermediazione. L'accumulazione di numerosi rapporti contrattuali, legittimamente stipulati dai vari livelli della catena di intermediazione, determina però che, quantomeno

³⁶ Sul punto v. E. MICHELER, *Custody Chains*, cit., 506; più approfonditamente ID., *Property in Securities*, Cambridge, 2007; v. inoltre L. GULLIFER, *Transfer of Equity and Debt Securities*, in M. BRIDGE-L. GULLIFER-G. MCMEEL-S. WORTHINGTON (a cura di), *The Law of Personal Property*, Oxford, 2013. Per una sintesi v. M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista*, cit., 18 ss.

³⁷ V. la bibliografia citata alla nota che precede.

³⁸ Cfr. E. MICHELER, *Custody Chains*, cit., 507: "Academic contributors take comfort from the fact that equitable interests provide investors with priority in the insolvency of a custodian. Some raise doubts as to whether equitable interests are proprietary. But, in terms of the effect of custody chains for investors, this is a point at which the debate stops. Whatever they are, equitable interests are perceived to be safe".

³⁹ Cfr. M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista*, cit., 20 ss.; M. KAHAN-E. ROCK, *The Hanging Chads of Corporate Voting*, cit.

⁴⁰ Cfr. G.S. GEIS, *Traceable Shares*, cit., 232 per una breve ma efficace sintesi; v. inoltre più ampiamente W.T. DENTZER jr., *The Depository Trust Company: DTC's Formative Years and Creation of the Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC)*, YBK Publishers, 2008; W. WELLS, *Certificate and Computers: The Remaking of Wall Street, 1967 to 1971*, in *Bus Hist. Rev.*, 2000, 201 ss.; FINRA, *When Paper Paralyzed Wall Street: Remembering the 1960s Paperwork Crisis*, disponibile al link <https://perma.cc/EL2Y-NPBB>.

⁴¹ Cfr. *In re Appraisal of Dell Inc.*, Del. Ch., July 30, 2015, per una efficace esposizione. Per il § 8-102(a)(7) dell'*Uniform Commercial Code*, che definisce gli "*entitlement holders*" come coloro "identified in the records of a securities intermediaries as the person having a security entitlement against the securities intermediary". V. inoltre P. PAECH, *Cross-border issues of securities law*, cit., 16.

⁴² Anche in questo ordinamento è però possibile, in presenza di *opt-in* statutario dell'emittente, avvalersi del c.d. *direct registration system* (DRS), v. M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista*, cit., 65 e nt. 5, ove riporta la possibilità concessa dal § 7.23 del RMBCA (*Revised Model Business Corporation Act*), ma non attuata nei principali Stati dell'Unione, di un'intestazione diretta.

indirettamente, i diritti degli investitori-*beneficial owners* “tendano a ridursi al minor denominatore possibile”, nel senso che ogni previsione contrattuale che limita i diritti di un sub-depositario indirettamente ha effetti anche nei confronti dell’investitore finale⁴³.

4.1. La disciplina europea

La negoziazione di strumenti finanziari è oggetto di intensa regolazione da parte delle fonti europee, che, tra l’altro, disciplinano: *i*) l’irrevocabilità dei trasferimenti aventi ad oggetto strumenti finanziari⁴⁴; *ii*) la legge che regola il trasferimento e la costituzione di diritti reali su strumenti finanziari secondo il criterio del c.d. PRIMA (*Place of the relevant intermediary approach*)⁴⁵; *iii*) la tenuta da parte dei depositari degli strumenti finanziari detenuti da Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM)⁴⁶; *iv*) il funzionamento delle c.d. sedi di negoziazione (*trading venues*), costituite dai mercati regolamentati, dai sistemi multilaterali di negoziazione e dai sistemi organizzati di negoziazione⁴⁷; *v*) i ruoli e le funzioni dei depositari centrali (*Central Securities Depositories, CSDs*)⁴⁸, chiamati a svolgere le attività di regolamento⁴⁹ – tramite scritturazione contabile – e di gestione accentrata; *vi*) i ruoli e le funzioni delle c.d. “controparti centrali” (*Central Counterparties, CCPs*)⁵⁰, che si interpongono in ogni transazione tra compratori e venditori

⁴³ Cfr. E. MICHELER, *Custody Chains*, cit., 510, ove un richiamo alle condizioni contrattuali di Euroclear e Clearstream, due tra i maggiori depositari, che permettono l’utilizzo di sub-depositari i quali, a loro volta, possono avvalersi di sub-depositari di secondo grado, e così via. Proprio con riferimento ai problemi riscontrati nell’ordinamento statunitense è d’obbligo il riferimento a M. KAHAN-E. ROCK, *The Hanging Chads of Corporate Voting*, cit.

⁴⁴ Cfr. Direttiva 1998/26/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 maggio 1998, concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli (SFD).

⁴⁵ Cfr. Direttiva 2002/47/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 6 giugno 2002, relativa ai contratti di garanzia finanziaria.

⁴⁶ Cfr. Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d’investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), come da ultimo modificata dalla Direttiva 2014/91/UE.

⁴⁷ Cfr. art. 4¹, n. 24, della Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (MIFID) e il Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014 sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 (MIFIR).

⁴⁸ Cfr. SFD e Regolamento (UE) n. 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 luglio 2014, relativo al miglioramento del regolamento titoli nell’Unione europea e ai depositari centrali di titoli e recante modifica delle direttive 98/26/CE e 2014/65/UE e del regolamento (UE) n. 236/2012 (CSDR).

⁴⁹ A partire dal giugno 2015 tramite il sistema TARGET2Securities (T2S), adottato per permettere una maggiore integrazione a livello europeo nel regolamento delle transazioni su strumenti finanziari, che ha permesso l’integrazione tra i vari depositari centrali, prima invece separati tra di loro con conseguente necessità di complesse attività di riconciliazione transfrontaliera, v. sul punto la descrizione del sistema fornita dalla Banca Centrale Europea al link <https://www.ecb.europa.eu/paym/target/t2s/html/index.en.html> e . BULLMANN-A. PINNA, *The future of European financial market infrastructure*, cit., 42.

⁵⁰ Cfr. Regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (EMIR).

al fine di mitigare il c.d. “rischio di sostituzione”, ossia il rischio – espresso in termini di mancato guadagno – connesso all’inadempimento della controparte.

La disciplina concernente la legittimazione all’esercizio dei diritti connessi agli strumenti finanziari intermediati non è invece ad oggi stata armonizzata⁵¹, né a livello europeo né, tantomeno, a livello globale, permanendo notevolissime differenze tra i sistemi giuridici dei singoli stati nazionali⁵², malgrado i tentativi di uniformazione che si susseguono da quasi un ventennio⁵³.

Da ultimo, però, la legislazione europea si è arricchita di un importante *corpus* di disposizioni, costituito dal nuovo capo *I-bis* della Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti⁵⁴, introdotto dalla Direttiva 828/17/UE⁵⁵, in tema di identificazione degli azionisti (art. 3-*bis*)⁵⁶, trasmissione delle informazioni (art. 3-*ter*)⁵⁷, agevolazione dell’esercizio dei diritti dell’azionista (art. 3-*quater*)⁵⁸, tutte applicabili anche agli “intermediari di paesi terzi”, ossia a quegli intermediari che non hanno né una sede legale

⁵¹ Cfr. il *Report on digitalisation in company law* redatto nel marzo 2016 dall’*Informal Company Law Expert Group*, disponibile al link https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/icleg-report-on-digitalisation-24-march-2016_en.pdf, § 24, pag. 37 ss.

⁵² Per una visione di insieme v. J.E. EINTER, *Cross-border Voting in Europe*, in K. HOPT-E. WYMEERSCH (a cura di), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, OUP, 2003; D. ZETSCHKE, *Shareholder Passivity, Cross-border Voting and the Shareholder Rights Directive*, in *Journ. Corp. Law Stud.*, 2008, 289 ss.

⁵³ Cfr. le conclusioni sul punto del *Second Giovannini Report*, cit., 13 ss., che suggeriva di adottare a livello pan-europeo la regola di diritto sostanziale (denominata “Securities Account Certainty”) secondo la quale “whenever securities are held using an intermediary, it is the accounts of that intermediary that establish ownership of those securities”. V. inoltre: la comunicazione della Commissione Europea sul *clearing e settlement*, *Clearing and Settlement in the European Union – the way forward*, COM (2004) 312 final, del 28 aprile 2004, disponibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=LEGISSUM%3A132002>; il *final report* del *Clearing and Settlement Legal Certainty Group* del 2008, disponibile al link <http://ec.europa.eu/transparency/regexpert/index.cfm?do=groupDetail.groupDetail&groupID=1444>; i lavori del Securities Law Directive Member States Working Group, disponibili al link <http://ec.europa.eu/transparency/regexpert/index.cfm?do=groupDetail.groupDetail&groupID=2393>; i due procedimenti di consultazione posti in essere sul tema dalla Commissione Europea nel 2009 e 2011, i cui documenti sono disponibili al link https://ec.europa.eu/info/publications-consultations-harmonisation-securities-law-2009-2011_en; l’*Action Plan* sulla costruzione di un mercato unico europeo dei capitali del 2015 e la sua Review del 2018, entrambi disponibili al link https://ec.europa.eu/info/-business-economy-euro/growth-and-investment/capitalmarkets-union/capital-markets-union-action-plan_en; la *Public consultation on the conflict of laws rules for third party effects of transactions in securities and claims* del 2017, disponibile al link https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2017-securities-and-claims_en, che ha istituito un *Expert group on conflict of laws regarding securities and claims*; la *Communication on the applicable law to the proprietary effects of transactions in securities*, COM/2018/089 final, disponibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2018:89:FIN>

⁵⁴ Cfr. Direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell’11 luglio 2007, relativa all’esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate (SRD).

⁵⁵ Cfr. Direttiva 2017/828/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l’incoraggiamento dell’impegno a lungo termine degli azionisti (SRD2).

⁵⁶ V. *infra* il § 5.2.

⁵⁷ V. *infra* il § 5.3.

⁵⁸ V. *infra* il § 5.1.

né una sede principale nell'Unione al momento di erogare i servizi (ad investitori o ad altri intermediari) concernenti azioni di società che hanno la loro sede legale in uno Stato membro e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato situato o operante all'interno di uno Stato membro (art. 3-*sexies*)⁵⁹.

Il *set* di modifiche operato dalla SRD2 si pone all'esito di un lungo processo di riflessione da parte delle istituzioni europee volto, tra le altre cose, ad agevolare la trasmissione transfrontaliera delle informazioni (compreso l'esercizio del voto da parte degli azionisti) lungo la catena di intermediazione⁶⁰. Il metodo prescelto è stato però quello dell'*armonizzazione normativa funzionale*, rinunciando cioè a una completa uniformazione a livello sostanziale dei sistemi nazionali di gestione accentrata⁶¹ in favore della individuazione di obiettivi da raggiungere.

Tali recenti disposizioni, per la cui attuazione la Commissione Europea ha di recente emanato un dettagliato regolamento di esecuzione⁶², saranno oggetto di specifica analisi nel prosieguo. E' però opportuno preliminarmente rilevare come il diritto europeo contenga già alcune norme che prendono in considerazione la dimensione transnazionale della catena di intermediazione, anche se più che altro ai fini dell'individuazione del diritto applicabile.

L'art. 9² della SFD, in primo luogo, stabilisce che qualora i titoli, o i diritti sui medesimi, siano forniti in garanzia *“e il loro diritto (o il diritto di un intestatario, agente o terzi che agiscono per conto di costoro) sui titoli è legalmente registrato in un libro contabile, conto o sistema di deposito accentrato situato in uno Stato membro, la determinazione dei diritti di tali enti come detentori dei titoli costituiti in garanzia è disciplinata dalla legge di detto Stato membro”*.

L'art. 24 della Direttiva sulla liquidazione degli enti creditizi⁶³, invece, subordina l'esercizio dei diritti (di proprietà o altri diritti) su strumenti *“la cui esistenza o il cui trasferimento presuppongano l'iscrizione in un registro, in un conto o in un sistema di deposito accentrato detenuti o situati in uno Stato membro è disciplinato dalla legislazione dello Stato membro in cui sono detenuti o situati il registro, il conto o il sistema di deposito accentrato in cui sono iscritti tali diritti”*.

La Direttiva OICVM all'art. 22⁵, lett. a), punti i) e ii), stabilisce inoltre che per gli strumenti finanziari detenuti dall'OICVM il depositario *“tiene in custodia tutti gli strumenti*

⁵⁹ Ciò in quanto *“se gli intermediari di paesi terzi non fossero soggetti alla presente direttiva e non avessero gli stessi obblighi legati alla trasmissione delle informazioni degli intermediari dell'Unione, il flusso di informazioni rischierebbe di interrompersi”*, cfr. considerando n. 12 della SRD2.

⁶⁰ V., per l'esposizione dei vari passaggi di tale processo, la Proposta di Direttiva COM(2014)213 final, cit., 2.

⁶¹ Cfr. considerando n. 13 della SRD2, che fa salvo il diritto nazionale che regola il possesso e la proprietà di titoli, nonché il considerando 7 del SRR.

⁶² Cfr. Regolamento di esecuzione 2018/1212/UE del 3 settembre 2018 che stabilisce i requisiti minimi d'attuazione delle disposizioni della direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda l'identificazione degli azionisti, la trasmissione delle informazioni e l'agevolazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti (SRR).

⁶³ Cfr. Direttiva 2001/24/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 aprile 2001, in materia di risanamento e di liquidazione degli enti creditizi.

finanziari che possono essere registrati in un conto di strumenti finanziari aperto nei libri contabili del depositario” (punto i) e “*garantisce che tutti i summenzionati strumenti finanziari che possono essere registrati in un conto di strumenti finanziari aperto nei libri contabili del depositario siano registrati nei libri contabili, in conti separati, in conformità dei principi stabiliti dall’articolo 16 della direttiva 2006/73/CE, aperti a nome dell’OICVM o della società di gestione che agisce per conto dell’OICVM, in modo tale che possano essere chiaramente identificati come appartenenti all’OICVM conformemente alla legge applicabile in qualsiasi momento*” (punto ii). Per le altre attività il depositario “*verifica la proprietà da parte dell’OICVM o da parte della società di gestione che agisce per conto dell’OICVM di dette attività, verificando se l’OICVM o la società di gestione che agisce per conto dell’OICVM ha la proprietà sulla base delle informazioni o dei documenti forniti dall’OICVM o dalla società di gestione e, se disponibili, sulla base di prove esterne*” (lett. b), punto i) e “*conserva un registro relativo alle attività per le quali è accertato che l’OICVM o la società di gestione che agisce per conto dell’OICVM hanno la proprietà e lo mantiene aggiornato*” (lett. b, punto ii).

Le disposizioni europee in tema di OICVM, che rimettono a quest’ultimo l’individuazione dei singoli investitori per conto dei quali sono detenuti gli strumenti intermediati, sono particolarmente rilevanti anche considerando la sempre maggior rilevanza di tale forma indiretta di partecipazione azionaria, che già nel 2010 riguardava oltre la metà delle azioni emesse nei paesi OCSE⁶⁴.

Analogamente, con riferimento alla legge applicabile ai contratti di garanzia finanziaria, l’art. 9 della Direttiva 2002/47/CE dispone che “*qualunque questione riguardante uno dei punti di cui al paragrafo 2⁶⁵ derivante da una garanzia su strumenti finanziari in forma scritturale è disciplinata dalla legislazione del paese in cui è situato il conto di pertinenza*”, escludendo peraltro il rinvio oltre.

La Direttiva 2002/47 è stata recepita nell’ordinamento italiano d. lgs. 21 maggio 2004, n. 170, il cui art. 10 (rubricato “*Legge regolante i diritti su strumenti finanziari in forma scritturale*”) stabilisce che “*quando i diritti, che hanno ad oggetto o sono relativi a strumenti finanziari, risultino da registrazioni o annotazioni in un libro contabile, conto o sistema di gestione o di deposito accentrato, le modalità di trasferimento di tali diritti, nonché di costituzione e di realizzazione delle garanzie e degli altri vincoli sugli stessi, sono disciplinati esclusivamente dalla legge dell’ordinamento dello Stato in cui è situato il libro contabile, il conto o il sistema di gestione o di deposito accentrato in cui vengono effettuate le registrazioni o annotazioni direttamente a favore del titolare del diritto, con esclusione del rinvio alla legge di un altro stato*”. Il successivo art. 10³ ha poi cura di precisare che “*qualora il libro contabile, il conto o il sistema di gestione o deposito accentrato sia situato in Italia e gli strumenti finanziari non siano immessi in un sistema italiano in regime di dematerializzazione ai sensi del d.lg. 24 giugno 1998, n. 213, le modalità di trasferimento dei diritti, nonché di costituzione e realizzazione delle garanzie e degli altri vincoli sugli stessi sono regolate dalle disposizioni del d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58*”.

⁶⁴ Cfr. *Commission Staff Working Document Impact Assessment, SWD(2014)127 final*, cit., 10.

⁶⁵ E, cioè, per quanto qui interessa “...b) *i requisiti di perfezionamento di un contratto di garanzia finanziaria concernente la garanzia su strumenti finanziari in forma scritturale e la fornitura di tale garanzia in virtù di detto contratto, e più in generale il compimento delle formalità necessarie per l’opponibilità ai terzi di tali contratti e di tale fornitura*” (enfasi aggiunta).

Le norme di rango europeo dettate in tema di definitività del regolamento, di strumenti finanziari detenuti da OICVM, di garanzie finanziarie e di liquidazione degli enti creditizi sono tutte caratterizzate, anche se in un ambito ristretto⁶⁶, da un approccio comune, che appare ispirato al criterio PRIMA⁶⁷. Tutte, infatti, considerano quale legge applicabile quella di dove è localizzato, genericamente, un “registro” o “conto” detenuto dell’intermediario “rilevante”, sicchè forse sarebbe più corretto parlare di PRACA (*Place of the relevant account approach*)⁶⁸. Tuttavia, esse si differenziano in quanto alcune fanno riferimento al luogo ove il conto è situato (*located*), mentre altre al luogo ove il conto è tenuto (*manteined*), altre ancora ad entrambi. Nell’ambito di una catena transazionale, infatti, può accadere che il conto sia aperto in un paese, gestito in un altro e accessibile da entrambi.

Sul punto la Commissione Europea ha peraltro di recente emanato, all’esito di un ampio processo di consultazione⁶⁹, una comunicazione interpretativa circa quello, che a suo giudizio, è il (limitato) *acquis* europeo sul punto del diritto applicabile in caso di catene di intermediazione transnazionali⁷⁰. Più in particolare, la Commissione ritiene che tutte le fonti europee appena menzionate, malgrado le differenze terminologiche, debbano essere interpretate nel senso di individuare la legge applicabile con riferimento al “luogo del conto di pertinenza”⁷¹. La Commissione ha però riconosciuto che i singoli ordinamenti nazionali non sempre hanno adottato criteri espliciti per la determinazione di quale sia il “conto di pertinenza” e, anche laddove lo hanno fatto, non hanno seguito criteri omogenei⁷². Ciò, evidentemente, in quanto l’identificazione di tale conto dipende, in concreto, dalle diverse soluzioni adottate a livello nazionale in merito al funzionamento del sistema di gestione accentrata.

In assenza allo stato di una decisione della Corte di Giustizia sul punto, la Commissione ha ritenuto che tutti i criteri adottati appaiono validi in quanto “le disposizioni sul conflitto di leggi contenute nelle tre direttive non forniscono definizioni chiare della

⁶⁶ V. al riguardo quanto osservato dal *Second Giovannini Report*, cit., 12: “The EU Collateral Directive will remove much of the legal uncertainty relating to netting and the uneven application of conflict of laws. ... While this should be enough to allow the lifting of the restrictions on holdings of securities and securities settlement, there remains a need for a legal framework across the EU under which, whenever securities are held using an intermediary, it is the accounts of that intermediary that establish ownership of those securities” (enfasi aggiunta).

⁶⁷ Per una applicazione domestica del criterio del PRIMA v. Cass. penale, 23 febbraio 2009, n. 7769, secondo la quale “il trasferimento della proprietà dello strumento finanziario dematerializzato ... si perfeziona solo con il compimento della registrazione in accredito, ad opera dell’intermediario, sull’apposito conto aperto dall’acquirente nel luogo in tale conto è acceso”. La decisione è stata edita in *Giur. comm.*, 2010, II, 77 ss., con nota adesiva di M. CIAN, *Il trasferimento dei titoli dematerializzati fra consensualismo ed anticonsensualismo*, e in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, II, 191 ss., con nota critica di S. VANONI, *Abuso d'informazioni privilegiate, competenza territoriale e luogo di acquisizione della titolarità di strumenti finanziari negoziati in Borsa: la conferma di molte incertezze*.

⁶⁸ Cfr. M. GARGANTINI, *L’identificazione dell’azionista*, cit., 339 nt. 37.

⁶⁹ V. la *Public consultation on the conflict of laws rules for third party effects of transactions in securities and claims*, il cui *Consultation document* e le relative risposte sono disponibili al link https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2017-securities-and-claims_en

⁷⁰ Cfr. Comunicazione COM(2018)89 final, cit.

⁷¹ *Ivi*, 5.

⁷² Cfr. *Commission Staff working document impact assessment*, riferito, tra l’altro, anche alla Comunicazione COM(2018)89 final, SWD/2018/052 final, 116-118.

modalità di determinazione del luogo in cui il conto titoli è situato o tenuto⁷³. Ciò, peraltro, potrebbe causare che il diritto applicabile in base alla norma di diritto internazionale privato di uno stato membro non riconosca la rilevanza giuridica della registrazione sul conto allo stesso modo del diritto cui appartiene la norma di rinvio.

Per quanto riguarda più nello specifico il diritto italiano, è possibile da ultimo osservare che il legislatore italiano si è dimostrato consapevole della dimensione internazionale delle catene di intermediazione al punto da dettare una norma di attuazione della direttiva 2002/47/CE che tiene espressamente conto dell'ipotesi in cui l'intermediario ultimo sia situato in Italia ma gli strumenti detenuti suo tramite non siano immessi nel sistema di gestione accentrato. Ciò, si ritiene, vale a legittimare la possibilità di sostenere che per il caso inverso (strumenti immessi in un sistema di gestione accentrata italiano ma detenuti tramite intermediario estero) sia la legge (estera) dell'intermediario ultimo a disciplinare le modalità di trasferimento degli strumenti e la costituzione/realizzazione di diritti di garanzia sugli stessi.

In definitiva, quanto appena osservato sull'attuale profonda frammentazione – sia a livello sostanziale sia a livello di diritto internazionale privato – del diritto europeo, assume rilievo nell'ambito del sistema di legittimazione all'esercizio dei diritti connessi agli strumenti intermediati dettato in Italia dalle norme del T.U.F. e dei regolamenti attuativi che, come si vedrà⁷⁴, sembravano invece presupporre, perlomeno sino a tempi recentissimi, una dimensione esclusivamente interna e domestica della catena di intermediazione.

4.2. Le convenzioni internazionali

La “Convenzione dell'Aia sugli strumenti finanziari”⁷⁵, adottata nel 2006 dalla Conferenza dell'Aia di diritto internazionale privato, adotta il criterio di libera scelta della legge applicabile al rapporto. La soluzione ha incontrato notevoli resistenza a livello di Parlamento Europeo e della BCE, cui è conseguito il ritiro da parte della Commissione Europea della proposta di ratifica.

La “Convenzione UNIDROIT sulle regole di diritti sostanziale relative ai titoli intermediati”⁷⁶, adottata nel 2009, preso atto delle profonde differenze tra i diversi ordinamenti, ha preferito anch'essa adottare un obiettivo di armonizzazione minimo. A fronte della regola per cui le operazioni di trasferimento di strumenti finanziari dematerializzati si perfezionino, anche ai fini della loro opponibilità, tramite l'accredito dei titoli intrattenuto presso un intermediario, sono infatti fatte salve le modalità diverse stabilite dalla disciplina interna del singolo stato contraente (art. 13).

4.3. Il sistema italiano

⁷³ *Ibidem*.

⁷⁴ V. *infra* il § 5.1.

⁷⁵ Cfr. *Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities held with an Intermediary*, disponibile al link www.hcch.net/index_en.php?act=conventions.text&cid=72, ad oggi ratificata solo da USA, Svizzera e Mauritius.

⁷⁶ Disponibile al link <https://www.unidroit.org/instruments/capital-markets/geneva-convention>, ad oggi ratificata dal solo Bangladesh, su cui v. M. CIAN, *La tutela dell'investitore nella gestione accentrata degli strumenti finanziari. L'avanprogetto di Convenzione Unidroit e il sistema italiano*, in *Banca, impresa, soc.*, 2005, 247 ss.

Il sistema italiano di gestione accentrata in regime di dematerializzazione è disciplinato a livello di fonte primaria dal Titolo II-*bis* della Parte III T.U.F. (artt. 79-*decies* e ss.) oltre che, a livello regolamentare, dal Provvedimento unico sul *post-trading* della Consob e della Banca d'Italia del 13 agosto 2018 recante "Disciplina delle controparti centrali, dei depositari centrali e dell'attività di gestione accentrata"⁷⁷.

Fonte di legittimazione esclusiva – nel senso di mancanza di alternative riconosciute dall'ordinamento per il raggiungimento dei medesimi fini – riconosciuta è quella di cui all'art. 83-*quater*¹ T.U.F., ai sensi del quale "il trasferimento degli strumenti finanziari soggetti alla disciplina della presente sezione nonché l'esercizio dei relativi diritti patrimoniali possono effettuarsi soltanto tramite gli intermediari".

Ogni intermediario, a sua volta, apre ai sensi dell'art. 83-*quater*² T.U.F. presso i depositari centrali "conti destinati a registrare i movimenti degli strumenti finanziari disposti tramite lo stesso" e "registra per ogni titolare di conto gli strumenti finanziari di sua pertinenza ... in conti distinti e separati sia tra loro sia rispetto agli eventuali conti di pertinenza dell'intermediario stesso. In ogni altro caso l'intermediario fornisce comunicazione dell'avvenuta operazione all'intermediario presso cui il titolare ha aperto il conto, per i successivi adempimenti" (art. 83-*quater*³ T.U.F.).

Per quanto qui interessa, la legittimazione all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari intermediati dipende unicamente dalla registrazione sul conto, secondo le norme dettate dal T.U.F. e dal Provvedimento unico (art. 83-*quinquies*¹) e, ad eccezione di quanto specificamente previsto dall'art. 83-*sexies* per il diritto di voto ed intervento in assemblea, è "attestata dall'esibizione di certificazioni o da comunicazioni all'emittente, rilasciate o effettuate dagli intermediari, in conformità alla proprie scritture contabili, in favore del soggetto a cui spetta il diritto e recanti l'indicazione del diritto sociale esercitabile" (art. 83-*quinquies*³), secondo le modalità stabilite dal Provvedimento unico.

Il Provvedimento unico, allora, dopo aver definito come "intermediari" "i soggetti definiti dall'articolo 79-*decies*, comma 1, lettera b), del TUF abilitati alla tenuta dei conti sui quali sono registrati gli strumenti finanziari e i relativi trasferimenti"⁷⁸, agli artt. 41 e ss. del Capo IV (rubricato "Comunicazioni, certificazioni e segnalazioni") disciplinano la "richiesta di certificazione o comunicazione" che l'investitore deve effettuare nei confronti dell'"ultimo intermediario", dettando discipline differenziate per tutta una serie di "diritti sociali".

La definizione di "ultimo intermediario" è poi dettata dall'art. 2, lett. s), del Provvedimento unico, ai sensi del quale esso è "l'intermediario che tiene i conti sui quali sono registrati gli strumenti finanziari di pertinenza di soggetti che non operano in qualità di intermediari (investitori finali) o di soggetti non residenti". Inoltre, il secondo comma del medesimo art. 2 ha cura di precisare che "ove non diversamente specificato, ai fini del presente provvedimento valgono le definizioni contenute nel TUF, nel decreto sulla

⁷⁷ Che ha sostituito il Provvedimento unico del 22 febbraio 2008 e s.m.i., pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 201 del 30 agosto 2018 e in CONSOB Bollettino quindicinale n. 8.2., agosto 2018, in vigore dal 31 agosto 2018, salvo quanto disposto dall'art. 59 del medesimo provvedimento.

⁷⁸ Ossia, con un curioso fenomeno di reiterazione logico-definitoria, "i soggetti abilitati alla tenuta dei conti sui quali sono registrati gli strumenti finanziari e i relativi trasferimenti".

definitività, nel regolamento EMIR, nel regolamento CSDR e nelle ulteriori richiamate disposizioni dell'Unione europea direttamente applicabili".

Il sistema italiano, quindi, ad eccezione della specifica norma dettata dall'art. 10 del d. lgs. 21 maggio 2004, n. 170 per lo specifico tema della legge applicabile alla costituzione di garanzie finanziarie⁷⁹, non detta – né a livello di fonte primaria né a livello regolamentare – alcuna disposizione generale per l'individuazione di quale sia, nell'ipotesi di catena transnazionale di intermediazione, l'intermediario legittimato al rilascio, ai sensi degli artt. 83 *quinquies* e *sexies* T.U.F., delle comunicazioni e certificazioni. Più in particolare, nonostante la definizione fornita dall'art. 2, lett. s), del Provvedimento unico, non è specificato se per "ultimo intermediario" debba intendersi quello, anche se estero, con il quale l'investitore intrattiene direttamente rapporti o se, invece, debba trattarsi del primo intermediario italiano della catena di intermediazione.

Si è inoltre accennato al fatto che, quantomeno a giudizio della Commissione Europea, il diritto europeo non contiene una disposizione univoca sull'individuazione del "luogo del conto di pertinenza" vincolante per gli interpreti nazionali, sicché la ricostruzione della nozione di "ultimo intermediario" deve essere frutto di un'operazione ermeneutica a livello interno⁸⁰.

Per quanto riguarda invece la legittimazione all'esercizio delle azioni risarcitorie "extra-sociali", come ad esempio quelle per danno da prospetto di cui agli artt. 94 e 113 T.U.F., né il TUF né il Provvedimento unico dettano alcuna disposizione. In assenza di una norma espressa⁸¹, pertanto, è data l'alternativa tra applicare o meno analogicamente le norme del Provvedimento unico per l'esercizio dei diritti sociali.

5. Problemi attuali dovuti all'operatività transfrontaliera delle catene di intermediazione: i possibili effetti connessi all'adozione della DLT

E' quindi possibile, effettuata la ricognizione che precede, esporre più nel dettaglio il problema esposto in premessa: nel sistema di gestione dematerializzata tra gli investitori e gli emittenti si interpone una lunga catena di intermediari, spesso appartenenti ad ordinamenti giuridici diversi che adottano differenti criteri di legittimazione. Ciò comporta rilevanti problematiche applicative, che soprattutto negli ordinamenti britannico e nordamericano, ove manca una norma attributiva in maniera definitiva dell'esercizio dei diritti connessi alla titolarità degli strumenti intermediati, hanno di recente causato alcune interessanti pronunce giurisprudenziali.

⁷⁹ Peraltro interpretata estensivamente da Cass., SS.UU., 8 aprile 2011, n. 8034, in *Riv. dir. proc.*, 2012, 474 ss., con nota critica di S.A. VILLATA, *Offerta di strumenti finanziari esteri in Italia e art. 5, n. 3, del Regolamento Bruxelles I*, che ha adottato il criterio del PRIMA nell'ipotesi di domande risarcitorie proposte dall'investitore italiano contro le società estere coinvolte nell'emissione, promozione, collocamento e gestione di azioni di un fondo mobiliare estero, "attesa l'indiscutibile analogia di *ratio legis*".

⁸⁰ V. *infra* il § 5.1.

⁸¹ Nel disciplinare la legittimazione del creditore pignoratorio, dell'usufruttuario, del riportatore, del creditore sequestrante, l'artt. 41^{5, 6 e 7} del Provvedimento unico detta una disciplina modellata su quella già prevista dal Codice Civile, che però rimane interna alle azioni e ai diritti esercitabile in forza del contratto sociale.

Ai fini della presente esposizione si è quindi ritenuto, come già accennato in premessa, di classificare tali problematiche a seconda della loro attinenza: *i)* alla legittimazione all'esercizio dei diritti derivanti dagli strumenti intermediati; *ii)* alla possibilità per l'emittente di identificare i titolari ultimi degli strumenti intermediati; *iii)* ai frequenti errori di trasmissione delle informazioni fornite dall'emittente e delle istruzioni dettate dagli investitori per l'esercizio dei diritti loro spettanti; *iv)* agli effetti distorsivi sulla *governance* dell'emittente.

Esposti i problemi riscontrati nella pratica – domestica e internazionale – si esporranno i possibili utilizzi della tecnologia DLT, i benefici in termini di minori costi e semplificazione delle procedure di riconciliazione che potrebbero derivarne, oltre che gli effetti di più lungo termine sulla futura evoluzione degli attuali assetti normativi e regolamentari.

5.1. La legittimazione all'esercizio dei diritti derivanti dagli strumenti intermediati

Nell'ambito del diritto italiano la legittimazione all'esercizio dei diritti derivanti dagli strumenti intermediati come visto è affrontato dalle norme di cui agli artt. 83-*quinquies*, 3° co., e 83-*sexies* T.U.F. e del Provvedimento unico sul *post-trading* che collegano la legittimazione ad esercitare "i diritti relativi agli strumenti finanziari" alle certificazioni rilasciate da quello che è definito come "ultimo intermediario"⁸².

In tale quadro normativo è necessario appurare quale sia, nel caso di catene di intermediazione transnazionali, "l'ultimo intermediario" cui l'investitore deve rivolgersi⁸³ per ottenere la certificazione probante la legittimazione all'esercizio del singolo diritto.

Si è già avuto modo di osservare come l'ordinamento italiano abbia dettato la specifica norma in tema di garanzie finanziarie di cui all'art. 10 del d.lgs. 170/2004, che impone di considerare quale legge applicabile alle "modalità di trasferimento" dei diritti su strumenti intermediati "nonché di costituzione e di realizzazione delle garanzie e degli altri vincoli sugli stessi", la "legge dell'ordinamento dello Stato in cui è situato il libro contabile, il conto o il sistema di gestione o di deposito accentrato in cui vengono effettuate le registrazioni o annotazioni direttamente a favore del titolare del diritto"⁸⁴. La norma in questione, però, non fa alcun riferimento alla legge applicabile alle modalità di esercizio dei diritti connessi agli strumenti intermediati.

Come accennato, il combinato disposto degli artt. 2 e 41 del Provvedimento unico sul *post trading*, individua quale intermediario abilitato al rilascio o all'effettuazione delle certificazioni o delle comunicazioni previste dal T.U.F. il c.d. "intermediario ultimo", definito quale "intermediario che tiene i conti sui quali sono registrati gli strumenti finanziari".

Sempre con riferimento all'individuazione della legge applicabile a tali fenomeni si è accennato al fatto che la Commissione Europea in una recente comunicazione ha precisato che lo stato attuale del diritto dell'Unione non permette, in assenza di pronunce

⁸² V. *supra* il § 4.3.

⁸³ Ex artt. 41 ss. del Provvedimento unico.

⁸⁴ V. *supra* il § 4.1.

interpretative della Corte di Giustizia, di affermare la prevalenza del diritto dello Stato ove il conto è “tenuto” rispetto a quello ove il conto è “operato”⁸⁵.

Da ultimo, la SRD2 ha introdotto alla lettera d) dell’art. 2 della SRD una definizione piuttosto ampia di “intermediario”, come visto destinata ad applicarsi anche agli intermediari di paesi terzi, secondo la quale è tale un’impresa di investimento, un ente creditizio, un depositario centrale “che offre *servizi di custodia* di azioni, *amministrazione di azioni o tenuta dei conti* titoli per conto degli azionisti o di altre persone”. L’ampiezza della definizione si spiega in quanto essa deve ricomprendere tutti i soggetti coinvolti nella catena di intermediazione cui sono destinate le nuove norme sull’identificazione degli azionisti, la trasmissione delle informazioni e, soprattutto, l’agevolazione dell’esercizio dei diritti dell’azionista.

Si potrebbe quindi sostenere, adottato una visione unicamente “domestica”, che l’unica registrazione rilevante ai fini dell’attribuzione della legittimazione all’esercizio dei diritti relativi agli strumenti intermediati riconosciuta dal nostro ordinamento sia quella effettuata da un intermediario nazionale e, quindi, nel caso di catena transnazionale di intermediazione, la registrazione effettuata dal primo intermediario italiano della stessa. In tale prospettiva, che trova riscontro in alcune prassi di mercato segnalate in dottrina⁸⁶, l’intermediario italiano dovrebbe rilasciare le certificazioni o effettuare le comunicazioni sulla base delle evidenze contabili ricevute dall’intermediario estero situato immediatamente a monte nella catena di intermediazione.

E’ evidente, però, che – eccettuata l’ipotesi, peraltro non plausibile, in cui l’intermediario estero a monte sia anche quello con cui l’investitore ha direttamente rapporti – in questo scenario l’intermediario italiano non è minimamente in grado di verificare l’attendibilità dell’informazione ricevuta, limitandosi a recepirla nella propria certificazione o comunicazione e assumendosi la responsabilità di malfunzionamenti nella trasmissione del dato lungo la catena. Per quanto concerne poi le comunicazioni concernenti l’identità dei soci e il numero di azioni da questi possedute, la struttura *pooled* dei conti situati a monte nella catena può in pratica rendere impossibile identificare gli investitori beneficiari ultimi⁸⁷, sicchè sarebbe il legittimario estero (ultimo anello della catena) legittimato sulla base delle comunicazioni/certificazioni risultate dall’intermediario italiano ad esprimere il voto. Ciò, però, comporterebbe rilevanti problemi di applicazione della normativa in tema di partecipazioni rilevanti di cui all’art. 120 T.U.F. nell’ipotesi in cui, nonostante le partecipazioni degli investitori finali siano tutte sotto-soglia, la partecipazione cumulata per la quale interviene l’intermediario estero superi quella rilevante. Nonostante l’art. 118¹, lett. b), Reg. emitt. escluda l’obbligo di comunicazione per il depositario che non può esercitare discrezionalmente il diritto di voto, in concreto

⁸⁵ V. *supra* sempre il § 4.1.

⁸⁶ Cfr. M. GARGANTINI, *L’identificazione dell’azionista*, cit., 334 e nt. 17, ove un riferimento alla prassi di invio delle comunicazioni di legittimazione all’intervento e al voto in assemblea da parte del *local custodian* in favore del *global custodian* estero, il quale spesso risulta agire “nell’interesse” o “su richiesta” dell’investitore suo aderente; *ivi*, 335, nt. 22, un richiamo ai fatti di causa decisi in Trib. Milano, 17 gennaio 2004, in cui la comunicazione per l’intervento in un’assemblea di una società quotata in Italia era stata rilasciata dall’intermediario italiano in favore di un intermediario estero senza alcuna identificazione degli ulteriori anelli della catena.

⁸⁷ Cfr. M. GARGANTINI, *L’identificazione dell’azionista*, cit., 16-17 e la bibliografia *ivi* citata, oltre che 335.

può essere difficile, se non impossibile, comprendere se l'intermediario agisca o meno per conto proprio o per conto di investitori la cui partecipazione superi la soglia di rilevanza.

Al contrario, anche prima dell'adozione del SRR⁸⁸, parrebbe si dovesse invece più fondatamente ritenere che l'intermediario rilevante, e quindi abilitato al rilascio delle certificazioni o comunicazioni, sia solo quello, anche se estero, che ha direttamente rapporti con l'investitore. Ciò anche sulla scorta dello spunto fornito dall'art. 10 del d.lgs. 170/2004, con il quale il legislatore italiano ha mostrato una "apertura internazionale" al fenomeno dell'intermediazione addirittura maggiore rispetto a quella ricavabile dal testo della Direttiva 2002/47/CE. Tale apertura internazionale, peraltro, potrebbe ritenersi imposta, quantomeno nell'ambito europeo, anche dalla necessità di assicurare una libera circolazione dei capitali, non discriminando la posizione degli investitori che detengono strumenti tramite intermediari europei rispetto a quelli che hanno rapporti con intermediari italiani.

Medesimi problemi incontra il diverso sistema del Regno Unito, come visto basato sulla interposizione reale del depositario e, quindi, sulla distinzione tra *legal ownership* (in capo al depositario centrale) e *equitable ownership* (in capo all'investitore). La ricostruzione dei rapporti in termini di *trust* comporta, ad esempio, che la possibilità per l'investitore di agire nei confronti dell'emittente per far valere il proprio diritto al risarcimento del danno dipende dalla configurazione dei singoli rapporti che si articolano lungo la catena, essendo necessario che ciascuno di essi preveda la cooperazione del soggetto a monte con quello a valle⁸⁹.

La questione è stata oggetto di una recente decisione della *High Court*⁹⁰ provocata dall'azione esperita da alcuni soci di una società di diritto inglese, ma quotata presso la borsa tedesca, oggetto di un *delisting* da parte degli amministratori. Gli attori volevano infatti far valere il diritto riconosciuto dalla sec. 98 del *Companies Act* ai soci che rappresentino almeno il 5% del capitale di ottenere, nell'ipotesi di trasformazione da *public a private company*, o l'annullamento della delibera di trasformazione o, a discrezione della corte, un indennizzo monetario. Gli attori, però, detenevano le azioni tramite una catena costituita da banche depositarie, a loro volta, direttamente o tramite altri *sub-custodian*, titolari di conti presso la Clearstream AG, a sua volta depositante presso altro *sub-custodian*, che risultava nel libro soci della società come titolare di tutte le azioni tranne una, intestata all'amministratore. La *High Court* ha così ritenuto che tale struttura piramidale impedisse di considerare legittimati all'azione i soci attori, in quanto non "*legal owners*" ma titolari solo "di un interesse economico finale sulle azioni detenute"⁹¹.

⁸⁸ Si v. *infra* in questo paragrafo.

⁸⁹ Cfr. E. MICHELER, *Custody Chains*, cit., 514: "if the securities are held through a custody chain, the custodian whose name is on the issuer register ... is the legal owner and has therefor standing in court. The terms of the custody contract determine the extent to which each custodian passes on this right to the next member of the chain. The investor can only claim if all contracts facilitate enforcement. His position is determined by the lowest denominator".

⁹⁰ Cfr. *Eckerle v. Wickeder Westfalenstahl GmbH* [2013] EWHC 68 (Ch); [2014] Ch. 196.

⁹¹ Cfr. *Eckerle v. Wickeder*, cit., § 14, lett. g: "The literal truth is that the Claimants hold the ultimate economic interests in underlying securities amounting to a specified percentage of the shares held by BNY on trust for the Clearstream account holders whose customers the Claimants are".

In un'altra pronuncia, sempre della *High Court*⁹², è stata negata la legittimazione ad agire ad un investitore che aveva acquistato un'obbligazione nell'ambito di un *private placement* e lamentava la violazione del prospetto di emissione. Ciò in quanto il titolo al portatore che rappresentava l'obbligazione era custodito da un *sub-custodian*, a sua volta *sub-custodian* di altro *custodian*, a sua volta *sub-custodian* dell'intermediario tramite il quale l'attore aveva acquistato il titolo.

Un problema diverso, in quanto sorto in un differente contesto normativo ma sostanzialmente simile, è quello della c.d. "*Tracing Doctrine*", elaborata dai giudici statunitensi per limitare la possibilità di agire ai sensi delle sec. 11 e 12 (a) del *Securities Act* per far valere, rispettivamente, il risarcimento danni da prospetto di quotazione o d'offerta, beneficiando dell'onere probatorio particolarmente favorevole⁹³. All'esito di un complesso processo di evoluzione giurisprudenziale lo stato attuale del diritto statunitense, oggetto di molteplici critiche per la sua eccessiva rigidità, è che possono agire ai sensi delle sec. 11 e 12(a) solo coloro che riescano a dimostrare direttamente di essere stati azionisti al momento della diffusione dell'informazione inesatta o di aver acquistato i propri titoli sul mercato primario o coloro che, pur avendo acquistato sul mercato secondario, siano in grado di tracciare i propri titoli dimostrando che furono acquistati in quell'offerta o IPO.

I termini della questione problematica appena indicata non sembrano peraltro essere stati significativamente modificati dall'introduzione nella SRD dell'art. 3-*quater* (rubricato "*Agevolazione dell'esercizio dei diritti dell'azionista*") che, nella già accennata prospettiva di armonizzazione funzionale⁹⁴, riconosce la dicotomia tra *trust-models* e *pooled-models*⁹⁵, obbligando gli Stati membri ad assicurare che gli intermediari agevolino l'esercizio dei diritti da parte dell'azionista o *a)* adottando "le misure necessarie affinché l'azionista o il terzo nominato dall'azionista possano esercitare essi stessi i diritti", oppure *b)* esercitando "i diritti conferiti dalle azioni su esplicita autorizzazione e istruzione dell'azionista e nell'interesse di quest'ultimo".

Dirimenti sul punto sono invece le disposizioni del SRR che, nel dettare la disciplina norme di attuazione alla SRD, mostra di essere consapevole delle diverse possibilità, quando al considerando 9 prende in considerazione i "modi divergenti" con i quali, a seconda del modello di detenzione dei titoli, viene inviata nei singoli Stati membri la "conferma di legittimazione" alla partecipazione assembleare.

Lo stesso SRR però presuppone che in tutte le modalità ad originare il dato sia "ultimo intermediario", definito all'art. 1, n. 6 come "l'intermediario che, nella catena di intermediazione, fornisce i conti titoli per l'azionista". L'art. 5 del SRR, infatti, stabilisce che sia "l'ultimo intermediario" a confermare "su domanda, all'azionista o al soggetto terzo nominato dall'azionista, la posizione di legittimazione che risulta dai suoi registri", garantendo, se vi è più di un intermediario nella catena di intermediazione, "che le

⁹² Cfr. *Secure Capital SA v. Credit Suisse AG* [2015] EWHC 388 (Comm).

⁹³ Cfr. K. BOLIN, *Decentralized Public Ledger Systems and Securities Law: New Applications of Blockchain Technology and the Revitalization of Sections 11 and 12(A)(2) of the Securities Act of 1933*, in *Wash. Un. Law Rev.*, 2018, 955 ss., in part. 971 ss.; G.S. GEIS, *Traceable Shares*, cit., 238.

⁹⁴ V. *supra* il § 4.1.

⁹⁵ V. *supra* il § 3.

posizioni di legittimazione che risultano dai suoi registri corrispondano a quelle che risultano al primo intermediario”.

Sembra allora possibile affermare che il diritto europeo, nella sua conformazione successiva alla SRD e, soprattutto, al SRR, abbia da ultimo adottato, quantomeno per la legittimazione alla partecipazione dei soci in assemblea, un modello di “comunicazione legittimante”, imponendo poi di considerare quale intermediario abilitato all’invio di tale comunicazione quello con cui l’azionista ha direttamente rapporti.

5.2. Problemi di identificazione

L’utilizzo di conti *omnibus* da parte degli intermediari rende all’evidenza alquanto complesso per l’emittente, il quale ha la possibilità di conoscere direttamente solo il primo anello della catena costituito dai depositari centrali, il compito identificare gli investitori ultimi. Né, peraltro, si è osservato, la questione potrebbe essere risolta a livello meramente contrattuale, viste le grandi difficoltà di coordinamento che incontrerebbe l’emittente a dover stipulare accordi con i diversi intermediari coinvolti⁹⁶.

La questione, oggetto di particolare attenzione a livello internazionale⁹⁷, è come noto disciplinata a livello interno dall’art. 83-*duodecies* T.U.F., che permette all’emittente quotato in Italia, qualora lo statuto lo preveda⁹⁸ e i singoli azionisti non si siano opposti alla comunicazione dei propri dati⁹⁹, di “chiedere, in qualsiasi momento e con oneri a proprio carico, agli intermediari, tramite un depositario centrale, i dati identificativi degli azionisti che non abbiano espressamente vietato la comunicazione degli stessi, unitamente al numero di azioni registrate sui conti ad essi intestati”.

In dottrina sono stati però sollevati dubbi in merito all’applicabilità della disposizione a intermediari esteri¹⁰⁰, anche e soprattutto per i dubbi sorti tra gli intermediari circa la possibilità di condividere i dati degli investitori senza violare il loro diritto alla riservatezza¹⁰¹. La norma sembrava quindi destinata a una scarsa applicazione pratica in ragione della segnalata sempre maggiore internazionalizzazione delle catene di intermediazione.

⁹⁶ Cfr. per una panoramica M. GARGANTINI, *L’identificazione dell’azionista*, cit., 60-62 e, più di recente, *Commission Staff Working Document Impact Assessment*, SWD(2014)127 final, cit., 34 ss.

⁹⁷ Cfr. per la dottrina nordamericana J.C. APARICIO, *Enhancing Shareholder Rights in Intermediated Securities Holding Structures Across Borders*, in *N.Y.U. Journ. Law & Bus.*, 2017, 465 ss., in part. 479; G.S. GEIS, *Traceable Shares*, cit., 229; L. GULLIFER, *Ownership of Securities: The Problems Caused by Intermediation*, in L. GULLIFER-J. PAYNE (a cura di), *Intermediated Securities: Legal Problems and Practical Issues*, Hart, 2010, 12 ss.; M. RADOVIĆ, *Supranational Regulation of Exercising Shareholders’ Rights in Indirect Holding Systems*, in *Ann. Fac. Law Belgrade Law Rev.*, 2012, 170 ss., in part. 172. Per un’esposizione degli strumenti approntati dagli ordinamenti inglese, statunitense e francese al fine di consentire un’identificazione dell’azionariato v. M. GARGANTINI, *L’identificazione dell’azionista*, cit., 65 ss.

⁹⁸ L’*opt-in* statutario è stato giustificato (cfr. Relazione di accompagnamento al d.lgs. 27/2010, § 4D) come bilanciamento rispetto ai potenziali effetti anti-scalata che una facoltà inderogabile di individuazione avrebbe garantito all’emittente.

⁹⁹ Per un’esposizione del dibattito sull’applicabilità o meno di tale possibilità di sottrazione anche ai titolari di azioni nominative v. M. GARGANTINI, *L’identificazione dell’azionista*, cit., 70 ss.

¹⁰⁰ Cfr. M. GARGANTINI, *L’identificazione dell’azionista*, cit., 115 ss.

¹⁰¹ Cfr. *Commission Staff Working Document Impact Assessment*, SWD(2014)127 final, cit., 35.

Sul punto è però di recente intervenuto il nuovo art. 3-bis¹ della SRD (rubricato "Identificazione degli azionisti"), il quale stabilisce che "*Gli Stati membri assicurano che le società abbiano il diritto di identificare i propri azionisti*. Gli Stati membri possono prevedere che le società che hanno la sede legale nel loro territorio siano esclusivamente autorizzate a richiedere l'identificazione degli azionisti che detengono più di una determinata percentuale di azioni o diritti di voto. Tale percentuale non supera lo 0,5 %".

Per quanto qui più specificamente interessa il successivo comma 3 dell'art. 3-bis impone agli Stati membri, in ipotesi di catena di intermediazione composta da più intermediari, di garantire che la richiesta della società "*sia comunicata tempestivamente da un intermediario all'altro*, e che le informazioni riguardanti l'identità degli azionisti siano trasmesse senza indugio direttamente alla società o a un soggetto terzo nominato dalla società da parte dell'intermediario in possesso delle informazioni richieste. *Gli Stati membri garantiscono che la società sia in grado di ottenere informazioni sull'identità degli azionisti da parte di ogni intermediario nella catena in possesso delle informazioni*".

Ogni intermediario, comunitario e non ai sensi dell'art. 3-sexies SRD, è quindi obbligato dall'art. 3-bis a fornire i dati dell'intermediario successivo della catena, sino ad arrivare all'azionista. A differenza dell'art. 83-duodecies, inoltre, la norma europea non prevede né un'opt-out statutario da parte dell'emittente né la possibilità per gli azionisti di impedire la loro identificazione, avendo l'art. 3-bis⁶ cura di stabilire l'obbligo per gli Stati membri di assicurare che l'adempimento da parte degli intermediari all'obbligo di comunicazione "non sia considerato essere in violazione di eventuali restrizioni alla comunicazione di informazioni imposte da clausole contrattuali o da disposizioni legislative, regolamentari o amministrative"¹⁰².

A livello di attuazione nell'ordinamento italiano della SRD lo schema di decreto legislativo attuativo della delega di cui all'art. 6 del Disegno di Legge di Delegazione Europea per il 2018 attualmente all'esame del Parlamento¹⁰³ e di recente posto in consultazione da parte del Ministero del Tesoro¹⁰⁴ - peraltro senza alcuna relazione illustrativa ma con la mera presentazione di un articolato - prevede le seguenti modifiche all'art. 83-duodecies: *i)* soppressione dell'opt-in statutario; *ii)* applicabilità a tutti gli emittenti aventi azioni quotate su mercati europei; *iii)* inapplicabilità agli azionisti che detengano meno dello 0,5% del capitale; *iv)* obbligo per gli intermediari e i depositari centrali di dare riscontro alle richieste di identificazione pervenute da emittenti esteri "limitatamente alle informazioni di cui dispongono" (comma 2-bis); *v)* rinvio al regolamento congiunto Consob - Banca d'Italia di cui all'art. 82 T.U.F. per la determinazione delle modalità tecniche di esecuzione dell'obbligo di comunicazione.

¹⁰² L'art. 3-bis⁴ precisa poi che i dati acquisiti dall'emittente devono essere utilizzati al (solo) scopo di "permettere alla società di identificare i suoi azionisti esistenti al fine di comunicare con loro direttamente, nell'ottica di facilitare l'esercizio dei diritti degli azionisti e l'impegno degli azionisti con la società" e che tali dati possano essere conservati per un periodo massimo di dodici mesi dalla notizia avuta dall'emittente della cessione delle azioni da parte dell'investitore.

¹⁰³ Cfr. Disegno di Legge n. S.944, approvato dalla Camera dei Deputati il 14 novembre 2018 e attualmente all'esame del Senato, disponibile al [link http://www.senato.it/leg/18/BGT/Schede/Ddliter/50936.htm](http://www.senato.it/leg/18/BGT/Schede/Ddliter/50936.htm)

¹⁰⁴ Disponibile al [link http://www.dt.tesoro.it/it/consultazioni_pubbliche/consultazione_direttiva UE 2017 828.html](http://www.dt.tesoro.it/it/consultazioni_pubbliche/consultazione_direttiva UE 2017 828.html).

5.3. Problemi di trasmissione delle informazioni e delle istruzioni di voto

La dimensione transfrontaliera delle catene di intermediazione non comporta solo gli appena accennati problemi di legittimazione ed identificazione, essa causa anche, ad un livello più eminentemente pratico, l'impossibilità di assicurare quei flussi informativi indispensabili ad un corretto svolgimento dei rapporti tra emittente e investitori.

L'aneddotica internazionale sul punto – soprattutto con riferimento al sistema statunitense – è notevole¹⁰⁵, essendosi riscontrato in più occasioni che gli intermediari hanno omesso di, o non sono riusciti efficacemente a, trasmettere sui vari livelli della catena le informazioni rilasciate dall'emittente e destinate agli investitori e le istruzioni impartite da questi ultimi per l'esercizio dei diritti loro spettanti. Anzi, in certi casi si è assistito a un vero e proprio fenomeno di sovra-emissione di azioni¹⁰⁶.

Anzi, alcuni studi empirici hanno mostrato l'anomalia insita nella conclusione delle votazioni per la nomina degli amministratori a costante favore degli *incumbent* che, comunque, nell'attuale sistema riescono ad avere in anticipo informazioni accurate e precise sugli esiti del voto, così potendo fare previsioni sugli esiti del voto e, su tali basi, provare ad influenzarlo¹⁰⁷. In alcuni casi, poi, è emersa un'errata contabilizzazione delle istruzioni di voto in percentuali notevoli, anche vicine al 20%¹⁰⁸.

¹⁰⁵ Cfr. J.T. LASTER, *The Block Chain Plunger*, cit., 2-3, che riporta l'opinione dell'*Executive Director del Council of Institutional Investors*, Amy Borrus, circa la difficoltà per gli investitori di avere conferma dell'esecuzione delle istruzioni di voto e (*ivi*, 11 nt. 12), riporta il caso nel 2006 di quattro banche che hanno accettato di pagare 2,3 milioni di dollari al NYSE per evitare l'apertura di un procedimento sanzionatorio conseguente all'esercizio di molti più voti rispetto a quelli che avrebbero potuto esercitare in rappresentanza dei propri clienti; *Securities Exchange Commission, Concept Release on the U.S. Proxy Systems*, Release Nos. 34.62495, *Investment Advisor Act Release no. 3052, Investment Company Act Release no. 29.340*, 75 Fed. Reg. 42,982, 42,990: "because of the ownership of individual shares held beneficially is not tracked in the U.S. clearance and settlement system ... imbalances occur" so that "broker-dealers must decide which of their customers will be permitted to vote and how many shares each customer will be permitted to vote"; *In re Appraisal of Dell Inc. (Dell Dissenter Requirement)*, A.3d, 2016 WL 3030909 (Del. Ch. May 11, 2016), su cui v. per un approfondito commento G.S. GEIS, *Traceable Shares*, cit., 244 ss., che spiega come tutto sia nato da un errore del *custodian* nell'esercizio del voto, malgrado il titolare avesse indicato di votare contro una certa delibera, sicché è stato negato il diritto di esercitare l'*appraisal*.

¹⁰⁶ Eclatante il caso che ha coinvolto le azioni della Bear Stearns, come noto incorporata da JP Morgan nel momento più grave della crisi finanziaria del 2007-2008, in relazione alle quali si scoprì che nel sistema di gestione erano state registrate azioni in eccesso del 28% rispetto a quelle effettivamente emesse, cfr. COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT IMPACT ASSESSMENT *Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on improving securities settlement in the European Union and on Central Securities Depositories (CSDs) and amending Directive 98/26/EC*, SWD/2012/0022 - COD 2012/0029, § 8.9, Allegato 9, disponibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/EN/TXT/?uri=CELEX:52012SC0022>.

¹⁰⁷ Cfr. Y. LISTOKING, *Management always wins the close ones*, in *American Law & Econ. Rev.*, 2008, 159 ss.; ma v. D. YERMACK, *Corporate Governance and Blockchains*, cit., 23, il quale sostiene che i meccanismi utilizzati dal management, ad esempio il "last minute lobbying" dei dissidenti, non sono chiari né nel loro funzionamento né nei loro effetti.

¹⁰⁸ Cfr. J.T. LASTER, *The Block Chain Plunger*, cit., 11 nt. 13, con riferimento al procedimento di elezione del *board* di Yahoo; A. LAFARRE-C. VAN DER ELST, *Blockchain Technology for Corporate Governance and Shareholder Activism*, *Tilburg Law School Legal Studies Research Paper Series No.*

Il tema, come visto, a livello europeo è affrontato con riferimento ai flussi informativi *top-down* dall'art. 3-ter della SRD (rubricato "Trasmissione delle informazioni") che, se non vi provvede direttamente l'emittente, demanda agli intermediari l'onere di trasmettere le informazioni ricevute lungo la catena e sino agli azionisti.

La verificabilità delle istruzioni di voto impartite dagli azionisti è invece imposta dall'art. 3-*quater*², in base al quale gli Stati membri devono garantire agli azionisti la possibilità di ottenere, almeno su richiesta ed entro un termine ultimo non superiore a tre mesi dalla data del voto, "una conferma del fatto che i rispettivi voti sono stati validamente registrati e conteggiati dalla società, a meno che non siano già in possesso di tale informazione"¹⁰⁹. Nell'ipotesi di catene di intermediazione ogni intermediario ha l'obbligo di far fluire tale conferma sino all'azionista, a meno che essa non possa essere trasmessa direttamente a quest'ultimo.

Il SRR detta poi sul punto tutta una serie di *standard* tecnici molto dettagliati che gli intermediari devono adottare per far circolare le informazioni rilevanti.

A livello domestico il recente schema di decreto legislativo per il recepimento della SRD posto in consultazione dal Ministero del Tesoro¹¹⁰, prevede la modifica delle disposizioni del T.U.F. in tema di convocazione dell'assemblea degli azionisti (art. 125-*bis*), sito internet dell'emittente (art. 125-*quater*), rimandando per le disposizioni di attuazione di maggior dettaglio all'emanando regolamento congiunto Consob - BDI (art. 82², lett. g), g)-*bis* e i), T.U.F.).

5.4. Effetti distorsivi sulla *governance* dell'emittente

E' stato condivisibilmente sostenuto che in presenza di un complesso sistema di detenzione ed intermediazione transfrontaliero l'attuale sistema di funzionamento dell'assemblea generale annuale degli azionisti, modellato in tutti gli ordinamenti globali (tranne alcune eccezioni) sull'idea ottocentesca dell'*adunanza tra pari presenti*, non è più in grado di assolvere al compito di assicurare un ampio coinvolgimento (informativo, di discussione e deliberativo) degli azionisti¹¹¹.

07/2018, disponibile al link <http://ssrn.com/abstract=3135209>, 15, che riportano quanto accaduto in occasione dell'assemblea generale degli azionisti della Procter & Gamble del 10 ottobre 2017, ove un *activist shareholder* non era stato eletto amministratore con un margine del solo 0,2% sui voti espressi, se non che da controlli effettuati successivamente si è scoperto che in realtà i risultati avrebbero potuto essere diversi, dato che molti voti erano stati mal conteggiati; F. Piazza, *Bitcoin and the Blockchain as Possible Corporate Governance Tools: Strengths and Weaknesses*, in *Penn St. J.L. & Int'l Aff.*, 2017, 262 ss. Quali casi giurisprudenziali v. *In re Transkaryotic Therapies, Inc.*, 954 A.2d 346 (Del. Ch. 2008), in cui una fusione fu approvata con un margine di solo il 2% e vennero sollevati dubbi sul corretto conteggio dei voti; *Corwin v. KKR Fin. Holdings, LLC*, 125 A.3d 304 (Del. 2015), sulle difficoltà nel tenere traccia di tutti i voti espressi.

¹⁰⁹ Per i voti espressi in via elettronica è invece obbligatorio che l'azionista riceva una conferma, anch'essa elettronica.

¹¹⁰ V. *supra* nt. ...

¹¹¹ Cfr. A. LAFARRE-C. VAN DER ELST, *Bringing the AGM to the 21st Century: Blockchain and Smart Contracting Tech for Shareholder Involvement*, European Corporate Governance Institute (ECGI) Law Working Paper No. 358/2017, disponibile al link: <https://ssrn.com/abstract=2992804>; v. inoltre EID., *Blockchain Technology for Corporate Governance*, cit., 13 ss., ove a pag. 14 un esempio empirico - tratto da una grande società quotata francese - del crescente utilizzo di tecnologie informatiche per

Le tre categorie di problemi appena analizzati si pongono alla base di questo fenomeno. Più nello specifico, si è ritenuto che i noti problemi conseguenti agli atteggiamenti *short-termist* adottati dagli amministratori siano in larga parte causati dal fatto che una consistente porzione di investitori è oramai situata in paesi diversi da quello dell'emittente e, spesso se non sempre, è ampiamente disinformata e comunque impossibilitata ad esercitare agevolmente i propri diritti¹¹².

Lo stesso controverso criterio della c.d. "*record date*" è stato introdotto proprio per permettere una più sicura identificazione dei legittimati al voto, impossibile in tempo reale nell'attuale sistema, senza però impedire la circolazione dei titoli dematerializzati¹¹³.

6. Riepilogo: i possibili ruoli della tecnologia DLT, tra "*retrofitting*" e "*disruption*"

Alla luce delle considerazioni che precedono è possibile affermare che l'utilizzo della tecnologia DLT potrebbe grandemente facilitare l'afflusso delle informazioni, sia dall'emittente agli investitori, sia nel senso contrario per quanto concerne l'esercizio dei diritti connessi agli strumenti intermediati e l'effettiva ed integra trasmissione dei flussi informativi lungo la catena di intermediazione.

Se si ritiene, infatti, come sembra assolutamente preferibile sulla base del complessivo materiale normativo a disposizione¹¹⁴, che a rilevare sia l'"ultimo intermediario", ovvero quello con cui l'investitore ha direttamente rapporti, anche se estero, i benefici connessi all'utilizzo di una DLT - di cui i diversi livelli della catena di intermediazione andrebbero a costituire i vari nodi - sarebbero di ordine meramente tecnico, giacché le certificazioni/comunicazioni verrebbero rilasciate direttamente dall'ultimo intermediario e l'uso della tecnologia, peraltro espressamente incoraggiato dal SRR, avrebbe lo scopo di facilitare, con probabile ma non agevolmente quantificabile risparmio di costi operativi, la sua trasmissione lungo i vari passaggi della catena.

Con riferimento, infine, all'individuazione dei legittimati ad esercitare azioni risarcitorie derivanti da operazioni di mercato, si è osservato che l'uso della DLT permetterebbe di individuare con certezza se un titolo è stato o meno oggetto dell'offerta o della quotazione incriminata¹¹⁵ o se era detenuto all'epoca della deliberazione dannosa da un investitore

l'espressione del voto in assemblea degli azionisti, con la conseguenza che la partecipazione fisica all'evento assemblea è inferiore al 5% degli aventi diritto.

¹¹² Cfr. Proposta di modifica della SRD, COM(2014)213 final, cit., 6; Documento di lavoro di servizi della Commissione. Sintesi della valutazione d'impatto accompagnatoria della Proposta di Direttiva di modifica della SRD, SWD(2014)126 final, 1: "L'aumento dell'intermediazione è stato all'origine di incentivi nella catena dell'investimento che sono spesso incentrati sui risultati a breve termine e non sfruttano a sufficienza i vantaggi derivanti dall'impegno degli azionisti. Di conseguenza, gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sono spesso assenti e non si interessano alla gestione delle società. Questo accentua i problemi di agenzia tra azionisti e amministratori delle società e porta a risultati subottimali delle società quotate"; più ampiamente v. *Commission Staff Working Document Impact Assessment*, SWD(2014)127 final, cit., 38-39.

¹¹³

¹¹⁴ V. *supra* il § 5.1.

¹¹⁵ Cfr. K. BOLIN, *Decentralized Public Ledger Systems*, cit., 976.

che non abbia contribuito all'adozione della medesima, con il che potendosi anche ipotizzare una estensione dei criteri attributivi di responsabilità deliberativa¹¹⁶.

Allo stesso modo, l'adozione di una DLT pan-europea permetterebbe di rendere massimamente omogenea la trasmissione dei dati secondo i modelli standardizzati predisposti dal SRR. Numerose, sono, ad oggi, le iniziative e le prese di posizione in tal senso¹¹⁷, essendo già stata perfezionata negli Stati Uniti una IPO su DLT-*blockchain*¹¹⁸.

Dopotutto, è lo stesso SRR, al considerando 3, ad ipotizzare - e, anzi, al successivo considerando 4 ad incoraggiare - l'adozione da parte degli intermediari di "nuove tecnologie che possano accrescere la fiducia". L'art. 2³ del SSR 3 impone, infatti, agli intermediari di trasmettere i dati rilevanti ai fini dell'adempimento degli obblighi su di loro gravanti in forza del Capo I-bis della SRD "su formati elettronici e leggibili a macchina, che consentono interoperabilità e un *trattamento interamente automatizzato* e che si basano su norme del settore applicate internazionalmente come l'ISO o una metodologia compatibile con l'ISO". Requisito, questo, che è del tutto compatibile, se non coincidente, con le descritte caratteristiche della DLT.

Non è allora un caso se lo Stato del Delaware abbia recentemente modificato i §§ 219-220 del Delaware General Corporation Law (DGCL), permettendo la tenuta del libro soci di società di capitale mediante tecnologia DLT¹¹⁹. A maggio del 2016 è stato infatti annunciato il lancio della "*Delaware Blockchain Initiative*". In tale contesto, il Governatore del Delaware ha richiesto alla *Corporation Law Section del Delaware State Bar Association* (DSBA) di approfondire se il DGCL necessitasse di modifiche per permettere l'utilizzo da parte delle società incorporate nel Delaware di utilizzare la tecnologia *blockchain* per la registrazione e lo stesso trasferimento di partecipazioni¹²⁰.

E' stato quindi introdotto un § 219(c) nel DGCL ai sensi del quale per "libro soci" (*stock ledger*) si intende "one or more records administered by or on behalf of the corporation in which the names of all of the corporation's stockholders of record, the address and number of shares registered in the name of each such stockholder, and all issuances and

¹¹⁶ Il punto necessiterebbe di ben altro approfondimento, v. però lo spunto in J.C. COFFEE JR., *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, in *Bus. Law.*, 2005, 533 ss., in part. 541 sui problemi causati dall'identificazione di chi era azionista al momento di una "fraud", sicchè "*securities litigation in this context inherently results in a wealth transfer between two classes of public shareholders, neither of whom is necessarily culpable ... [T]he beneficiaries of the fraud are ... the selling shareholders - and they escape without incurring any cost when liability is later imposed on their former corporation*".

¹¹⁷ Per una rapida esposizione delle iniziative sinora annunciate o adottate (Deutsche Börse, Nasdaq per le società estoni, Abu Dhabi Securities Exchange, Russian CSD, Toronto Stock Exchange, Broadridge) v. A. LAFARRE-C. VAN DER ELST, *Bringing the AGM to the 21st Century*, cit., 20 ss. Per un'esposizione a più alto livello e di maggior dettaglio v. G.S. GEIS, *Traceable Shares*, cit., 262 ss.

¹¹⁸ Da parte della Overstock, v. R. RYAN-M. DONOHUE, *Securities on Blockchain*, in *Bus. Law*, 2017, 85 ss.

¹¹⁹ Cfr. R. STRASSMANN, *Delaware Explicitly Legalizes Corporate Documentation via Blockchain*, in *Rev. Bank. & Fin. Law*, 2017, 166 ss, il quale dà altresì conto di analoghe iniziative in corso di adozione a Singapore e nel Regno Unito.

¹²⁰ V. il discorso tenuto dal governatore del Delaware, Jack Markell, *Consensus 2016 Keynote Presentation: Introducing the Delaware Blockchain Initiative*, 2 maggio 2016, disponibile al link <https://www.youtube.com/watch?v=-mgxEhIvSTY>

transfers of stock of the corporation are recorded in accordance with § 224 of this title". Il nuovo § 224 DGCL permette infatti di tenere secondo la tecnologia DLT tutti i registri sociali, *ivi* compreso il libro soci, alla sola condizione che le informazioni in esso contenute siano "convertibili in documenti cartacei facilmente leggibili in un ragionevole lasso di tempo" e che i registri siano in grado di adempiere alle funzioni ad essi demandate dalla legge¹²¹.

Gli auspicati effetti di tale riforma dovrebbero essere quelli di facilitare le comunicazioni tra emittente e investitori, che potrebbero avvenire direttamente sulla DLT e non più facendo ricorso a (costosi) intermediari. Sul lungo periodo, invece, l'utilizzo della tecnologia DLT secondo alcuni autori potrebbe comportare il venir meno dell'utilità dei depositari centrali, con conseguenze notevoli in tema di diritto societario¹²².

In conclusione, la potenzialità più immediatamente percepibile della DLT sta nel permettere – con diverso grado di intensità a seconda della configurazione tecnica prescelta¹²³ – un automatico aggiornamento delle "copie del registro" a disposizione dei singoli partecipanti al mercato, così facendo venir meno tutti i problemi dovuti a difetti di riconciliazione, soprattutto a livello transfrontaliero. L'utilizzo della DLT per la tenuta dei registri tenuti dai vari membri della catena di intermediazione avrebbe allora come effetto primario quello di eliminare ogni problema di riconciliazione, permettendo a tutti i "nodi", e quindi – se "informatizzato" – anche all'investitore finale, di visualizzare la medesima versione dello stesso registro e, quindi, di ottenere un'immediata rappresentazione dei reciproci rapporti¹²⁴. Tale effetto primario, però, comporterebbe notevoli benefici sul piano fattuale, vuoi in termini di riduzione delle segnalate inefficienze operative conseguenti al coinvolgimento di una miriade di soggetti, vuoi in termini di maggior trasparenza degli assetti proprietari, con conseguente impatto sulla liquidità del mercato e in ultimo sull'economia reale, essendo più semplice individuare il valore reale dell'emittente¹²⁵, vuoi da ultimo in termini di maggior coinvolgimento degli azionisti nella gestione dell'emittente.

¹²¹ Ad esempio tener traccia delle azioni solo parzialmente liberate ex § 156, o di quelle usate come collaterale ex § 159, o di diritti fiduciari, pegni o comproprietari ex § 217a, o di *voting trusts* ex § 218. La norma attribuisce poi a quanto rappresentato nel registro DLT la stessa valenza giuridica di quanto contenuto in un registro cartaceo

¹²² Cfr. J.T. LASTER-M. T. ROSNER, *Distributed Stock Ledgers and Delaware Law*, in *Bus. Lawyer*, 2018, 319 ss.

¹²³ Sul punto v. A. PINNA-W. RUTTENBERG, *Distributed ledger technologies in securities post-trading: revolution or evolution?*, Occasional Paper Series, no. 172, European Central Bank, disponibile al link <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop172.en.pdf>, ove vengono esposti tre diversi scenari di adozione della tecnologia: un primo, nel quale solo alcuni partecipanti utilizzano internamente la nuova tecnologia al mero scopo di implementare la propria efficienza operativa; un secondo, in cui la tecnologia raggiunge un livello tale di diffusione e standardizzazione da essere utilizzata a livello generale, con guadagni di efficienza molto maggiori; un terzo, più estremo e rivoluzionario, in cui la tecnologia farebbe venir meno la necessità di intermediari, con diretta interazione tra emittenti e investitori.

¹²⁴ Cfr. E. MICHELER-L. VON DER HEYDE, *Holding, clearing and settling securities through blockchain/distributed ledger technology: creating an efficient system by empowering investors*, in *Journ. of. Int. Banking & Fin. Law.*, 2016, 652 ss.

¹²⁵ Cfr. D. YERMACK, *Corporate Governance and Blockchains*, cit., 17.

L'adozione della DLT nell'ambito della gestione accentrata di strumenti finanziari costituirebbe quindi, a legislazione vigente, un tipico esempio di "retrofitting"¹²⁶, ossia di quel sempre più diffuso fenomeno di adozione di soluzioni digitali a sistemi, modelli e organizzazioni preesistenti, nella convinzione che ciò possa "preservare" tali organizzazioni rendendole più efficienti. Il discorso sull'utilizzo della DLT, così come quello di qualsiasi altra nuova tecnologia, è invero spesso impostato in termini di *retrofitting*, concentrandosi la maggior parte degli osservatori unicamente sui risparmi di costo o sulla maggiore trasparenza che essa garantirebbe.

E' però possibile, come da molti osservato¹²⁷, che la tecnologia DLT, in "risonanza" con le altre nuove tecnologie quali la *blockchain*, abbia un effetto dirompente (*disruptive*) sull'attuale organizzazione dei mercati finanziari. Qualora tutti gli intermediari del sistema, a livello europeo o anche globale, avessero accesso al medesimo database condiviso, sarebbe infatti possibile che ogni transazione effettuata sia conosciuta in tempo reale da tutti i nodi della catena e, soprattutto, dall'emittente, che si troverebbe così nella condizione di poter aggiornare in tempo altrettanto reale il proprio "libro soci". In un tale contesto, peraltro, in cui ogni transazione troverebbe immediata rappresentazione presso tutti i nodi della DLT, non avrebbe più senso l'adozione di un sistema di *record-date*¹²⁸.

Legittimato all'esercizio dei diritti connessi agli strumenti finanziari sarebbe, pertanto, colui che risulta titolare dei medesimi sulla DLT, con il che ponendosi rilevanti problemi di diritto internazionale privato per l'individuazione del PRIMA, che potrebbe essere individuato solo a patto di nominare un'entità quale "gestore" del registro, così però facendo venir meno il presupposto fondante l'intera tecnologia della assenza della pariteticità tra tutti i nodi.

In questo esercizio di previsione ci si potrebbe spingere ancora oltre, ipotizzando uno scenario di totale disintermediazione, con la scomparsa di ogni intermediario e l'adozione di un *transparent model*¹²⁹ a livello globale, sicché regolazione di ogni transazione potrebbe avvenire direttamente mediante comunicazioni all'emittente. E' pur vero che, a meno di non immaginare un'interazione diretta - francamente allo stato davvero futuribile - tra parti dello scambio ed emittente, sarebbe comunque necessario avvalersi di intermediari

¹²⁶ Su cui v. ampiamente M. FENWICK-E.P.M. VERMEULEN, *Technology and Corporate Governance: Blockchain, Crypto, and Artificial Intelligence*, ECGI Law Working Paper n. 424/18, disponibile al link http://ssrn.com/abstract_id=3263222.

¹²⁷ Cfr. M. FENWICK-E.P.M. VERMEULEN, *Technology and Corporate Governance*, cit., 15: "New technologies might not [...] provide a new (tech-driven) solution to an old and already existing way of doing things, but rather they may offer a radically different way of approaching or thinking about the problem. It is in this context that the more radical, transformative potential technologies becomes relevant. Technology should not be thought of a solution to an "old" problem but as the creator of new possibilities and opportunities".

¹²⁸ Cfr. M. GARGANTINI, *L'identificazione dell'azionista*, cit., 350; D. YERMACK, *Corporate Governance and Blockchains*, cit., 24, che, senza prendere posizione sul dibattito della desiderabilità o meno del fenomeno, osserva come "empty voting would become more difficult under blockchain share registration, which would provide both transparency and early warning of the rearrangement of voting rights prior to an election".

¹²⁹ V. *supra* il § 4.

che trasmettano le informazioni all'emittente¹³⁰, ma è innegabile che ciò determinerebbe una radicale semplificazione dell'attuale sistema.

Siffatto esercizio di previsione, però, non sembra tener conto in primo luogo della realistica constatazione in base alla quale il sistema contingentemente adottato da un mercato non è (sempre, per alcuni; quasi mai, per altri) il frutto di valutazioni in termini di benessere pubblico aggregato, ma tende anzi a soddisfare in primo luogo le esigenze degli attori del mercato medesimo¹³¹. La situazione in cui, nonostante i benefici che garantirebbe, l'adozione di un'innovazione tecnologica viene ostacolata dalla preesistente struttura del mercato non è infatti affatto nuova nella storia economica occidentale.

In secondo luogo è tutta da dimostrare la convenienza economica e tecnica di abbandonare l'attuale sistema di compensazione centralizzato a livello di conti *omnibus* detenuti presso i depositari centrali in favore di uno che, invece, si troverebbe a dover registrare ogni e singola transazione conclusa a livello globale. A livello di costi, infatti, la DLT potrebbe soppiantare la necessità di intermediari solo se gli oneri derivanti dalla necessità di riconciliare non più dati aggregati a livello di depositari centrali ma relativi ad ogni singola operazione sia sostenibile, cosa che allo stato non è possibile affermare o, quantomeno, sulla quale non sembra che la comunità scientifica abbia un'opinione largamente condivisa¹³².

¹³⁰ Cfr. M. GARGANTINI, *L'identificazione dell'azionista*, cit., 348 nt. 71.

¹³¹ Cfr. D.C. DONALD, *From Block Lords to Blockchain: How Securities Dealers Make Markets*, in *Journ. Corp. Law*, 2018, 29 ss.; E.MICHELER-L. VON DER HEYDE, *Holding, clearing and settling*, cit., 655-656.

¹³² V. per questo interrogativo E.MICHELER-L. VON DER HEYDE, *Holding, clearing and settling*, cit., 655.