

XV CONVEGNO ANNUALE
DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"
"IMPRESA E MERCATI: NUMERI E COMPUTER SCIENCE"
Roma, 23-24 febbraio 2024

MAURIZIO ONZA
PROFESSORE ORDINARIO DI DIRITTO COMMERCIALE

**La digitalizzazione degli strumenti finanziari: occasioni di riflessione sul
d.l. n. 25/2023**

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Assunzioni preliminari. – 3. Riflessioni (occasioni di...). 4. Battuta conclusiva.

1. Introduzione

Il tema della "digitalizzazione" di *quid* in grado di titolare pretese giuridicamente rilevanti e, quindi, di *quid* dotato di un "valore", allora (potenzialmente) suscettibile, se ed in quanto "valore" *non arbitrario*, di appartenenza e scambio e che, pertanto, siccome "valore" può (e deve) essere trattato, autorizzando la locuzione "digitalizzazione di valori" (a tanto potrebbe in ultimo alludersi con la parola *token*¹); quel tema, si diceva, è tema d'avanguardia, oggetto di recentissimi studi, teorici ed operativi², che sollecitano prospettive di indagine necessariamente rivolte

¹ Qui usata tanto al singolare quanto al plurale.

² V., tra i molti, CARRIÈRE, DE LUCA, DE MARI, GASPARRI, T.N. POLI, *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*, *Quaderno Giuridico Consob*, 2023, *passim*, ove ampia bibliografia; cfr. anche A. GENOVESE, *La circolazione dei valori mobiliari su blockchain*, in *Riv. dir. comm.*, 2023, I, 197 ss.; ANNUNZIATA, CHISARI, AMENDOLA, *DLT-Based Trading Venues and EU Capital Markets Legislation: State of Art and Perspectives Under the DLT Pilot Regime*, in *Italian Law Journal*, 2023, 141 ss.; LA SALA, GUELFÌ, *Emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale: profili legali e fiscali*, in *Soc.*, 2023, 1235 ss.; CAPELLI *La struttura finanziaria delle imprese e gli strumenti finanziari digitali. Prime considerazioni tra decentralizzazione e regolazione nel contesto del DLT Pilot Regime e del Decreto Fintecch*, in *Dir. inform.*, 2023, 645 ss.; MALVAGNA, *Digital securities: prime note sul decreto di attuazione del DLT Pilot*, in *Diritto Bancario*, 20 marzo 2023. Più in generale, v. pure LAUDONIO, *Distributed ledger technology*

- (1) al *passato* e così, inevitabilmente, alla riflessione sui titoli di credito e, poi, alla esperienza normativa ed alla riflessione sulla c.d. dematerializzazione;
- (2) al *presente*, dove l'analisi era poco o punto ancorata (almeno in Italia) al *formate legale* (ed altrettanto è a dirsi per il formante giurisprudenziale), piuttosto muovendo, prima, *dallo stato della tecnica* - la cui tumultuosa evoluzione relega nel ruolo di deuteragonista quel formante legale, tutto avvolto dalla lentezza della mediazione della politica domestica e, nella legislazione sovranazionale, tra Stati; e muovendo, poi, da *assetti pattizi* che la tecnica usano e regolano; e
- (3) al *futuro*, che, per quanto appena detto, *propone di conciliare regole* (pattizie e legali) *e tecnica*.

Si potrebbe dire che l'ingegno ed il coraggio del mercante o il talento speculativo del finanziere, dell'uomo d'affari, oggi (ma in fondo non troppo diversamente - *in thesi* - da ieri) si avvalgono di (nuove; ma come il nuovo c'era ieri) *tecniche potenzialmente riduttive di costi di transazione* (ma non, si spera, di controlli) ed *accessibili* (e qui forse sì, diversamente da ieri) *senza spazio e senza tempo, ad accesso planetario*. Addirittura "oltre" il pianeta: in un "altro" pianeta (evidentemente il c.d. Metaverso; che, peraltro, sembrerebbe non immune dal declino delle "mode").

Si cennava poco fa alla scarsità del formante legale ed all'uso ed alla regolazione della (novissima) tecnica a mezzo assetti pattizi; dandosi *tanti (e diversi) regimi pattizi e, di conseguenza, tanti (e diversi) token*, stimolando per tale via *l'interprete alla ricerca di un tratto comune*.

Tuttavia, proprio il formante legale si è, nell'oggi, arricchito di un regime; non più il solo il "regime pilota" di *derivazione europea* (il regolamento (UE) n. 858/2022; regime "pilota": quasi a sottolineare

e ICOs (una favola giuridica sisifea sul diritto dei mercati finanziari e l'innovazione), in *Riv. dir. banc.*, I, 2023, 106 ss.

l'impotenza di un atto eteronomo per una regolazione stabile e transazionale) ma anche il d.l. n. 25/2023 (nel quale il Fintech è ancora in fase "sperimentale").

Un regime, appunto, introdotto con un decreto legge, la cui "straordinaria necessità ed urgenza" è stata giustificata, da un canto, *dalla applicazione, a partire dal 23 marzo 2023, proprio del regolamento (UE) n. 858/2022 e, in particolare, sottolinea il legislatore italiano, dalla introduzione, con quella applicazione, di una « nuova definizione di strumento finanziario includendovi gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito »*³; e, dall'altro, la temporanea sottrazione del potere legislativo è stata giustificata dalla *sterilizzazione per gli « operatori italiani » dello « svantaggio competitivo » rispetto « ad altri operatori stabiliti in Stati membri »*⁴; svantaggio provocato dall'assenza di una « disciplina in materia di emissione e la circolazione tramite il ricorso a tecnologie a registro distribuito (DLT) »; assenza che il d.l. n. 25/2023 (17 marzo 2023) mira a colmare. E su questo novissimo decreto legge, poi convertito in legge (l. n. 52/2023), può soffermarsi l'attenzione.

2. Assunzioni preliminari

Nel farlo, in via preliminare, parrebbe tuttavia utile anteporre, sia pur in poche battute e per di più apodittiche, alcune (naturalmente, personalissime) assunzioni che di seguito si propongono.

A. Stante il dato normativo oggi disponibile si potrebbe *postulare lo stato della tecnica*, lasciando in ombra il "fenomeno empirico" (evocando, per questo rispetto, la c.d. neutralità tecnologica). In parte, quindi, disallineandosi dalla tradizione del pensiero speculativo e, propriamente, del pensiero speculativo tipico del diritto commerciale. Ciò essendo giustificato da quel "*fenomeno empirico*", in *thesi mutevole* e via via, per così dire e fino all'avvento ed alla sperimentazione del formante legale, "*imbrigliato*" in assetti pattizi.

B. A ben vedere, il tratto comune di quel "*fenomeno empirico*" pare da isolare in ciò: nella "*digitalizzazione di valori*" la appartenenza e gli scambi sono (sempre in *thesi*) "*incontestabili*" - meglio: *non modificabili* - (prima

³ Enfasi aggiunta.

⁴ Enfasi aggiunta.

ancora che per disciplina positiva) *per stato della tecnica; per un fatto che, una volta accaduto, è (tendenzialmente) "tecnicamente" imm modificabile.*

C. Di conseguenza, il problema al fondo è da rintracciarsi nel passaggio dal "fatto" alla "regola" giuridica; e, poi, ad una "regola" giuridica non più autonoma ma eteronoma, capace di vincolare chi non ha partecipato alla sua produzione: nel passaggio da un "fenomeno tecnico e socio-economico" auto-regolato, frutto di autonomia privata (chi detta la regola ne è il destinatario degli effetti; ed ecco allora gli assetti pattizi potenzialmente via via diversi)⁵ ad un "fenomeno tecnico e socio-economico" etero-regolato (dove non c'è coincidenza tra chi pone la regola ed i destinatari dei suoi effetti).

D. Questo passaggio, dall'autonomia all'eteronomia, è vieppiù da propiziare nella misura nella quale la "digitalizzazione di valori" candida il "valore digitalizzato" allo scambio, alla circolazione che, per essere agevole, richiede semplicità, certezza e sicurezza soprattutto nella soluzione dei conflitti con terze parti (si pensi ai problemi relativi ai doppi acquisti); con chi e per chi ne "diventerà" titolare (l'acquirente; dopo il rapporto emissione/creazione e "sottoscrizione"); tanto e specialmente, va da sé, quando manca una vicenda "materiale" di spossessamento ed impossessamento di res, trattandosi di "simboli" che l'essere umano può, sì, "percepire" ma non "apprendere" fisicamente; e la parola *token*, come noto, potrebbe derivare da "taca" (che evoca le tacche dell'art. 2713 c.c.), "simboli" con efficacia probatoria⁶.

E. La "vicenda" di impossessamento e spossessamento è nella "digitalizzazione di valori" sostituita con l'uso di un registro; e la novità di questo registro è che semplicità, certezza e sicurezza non erano (prima del formante legale) affidate all'autorità di un intermediario, ad un "certificatore" che ne assume giuridicamente la responsabilità; quell'affidamento si radicava in un

⁵ V. supponendo, all'evidenza, una pluralità di tecnologie, l'obbligo di descrivere « l'infrastruttura tecnologia » per l'iscrizione nell'elenco dei responsabili dei registri digitali (su cui v. *ultra*, § 3) previsto dall'Allegato 2, lett. A), 1, regolamento sull'emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari (delibera Consob n. 22923 del 6 dicembre 2023).

⁶ Nel *Black's Law dictionary*, ed. 2002, *token* significa « a sign or mark; a tangible evidence of the existence of a fact ». Dialogando, poi, con il Prof. Filippo Murino, che ringrazio, si è pure pensato al richiamo di *σύμβολον*, ascrivibile, poi, a *συνβάλλω*: cioè, approssimando, "mettere insieme segni per ottenere la prova di un fatto".

dosaggio di tecnologia e controllo pubblico, diffuso ed accessibile. Questo “nuovo registro” (che utilizza la tecnologia conosciuta come “blockchain”) era, si badi, ancora una volta, governato dall’autonomia privata; e però, appunto, la rilevanza verso i terzi che assicura semplicità, certezza e sicurezza delle operazioni “(i)scritte” (meglio: documentate) nel registro è, a sua volta, assicurata dalla tecnica e dalla dimensione “pubblica, diffusa ed accessibile” di esso.

F. Del registro, prima del d.l. n. 25/2023⁷, si davano definizioni (*i.e.* fattispecie) normative quasi per nulla disciplinate.

Si tratta dell’ormai celebre art. 8-ter d.l. n. 135/2018, per il quale le « tecnologie basate su registri distribuiti » sono « tecnologie e [...] protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetturealmente 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 » (primo comma); definizione, tuttavia, *funzionale all’applicazione solo di una regola*: quella sulla « validazione temporale elettronica » del documento informatico memorizzato (terzo comma); similmente, per inciso, quanto alla definizione di « smart contract », quale « 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 » (secondo comma); definizione che, ancora una volta, funge da antecedente *solo per prescrivere l’equivalenza normativa* - integrate alcune condizioni - con la forma scritta (quarto comma).

G. Ai registri riserva, è altrettanto noto, ampio spazio il regolamento (UE) n. 858/2022 che *definisce* il registro distribuito (quale « archivio di informazioni in cui sono registrate le operazioni e che è condiviso da una serie di nodi di rete DLT ed è sincronizzato tra di essi, mediante l’utilizzo di un meccanismo di consenso »; essendo “meccanismo del consenso” « le regole e le procedure con cui si raggiunge un accordo, tra i nodi di rete DLT, sulla convalida di un’operazione »; ed essendo “nodo di rete DLT” « un dispositivo o un’applicazione informatica che è parte di una

⁷ E da parte le regole tributarie.

rete e che detiene una copia completa o parziale delle registrazioni di tutte le operazioni eseguite tramite il registro distribuito »)⁸; e *disciplina* sostanzialmente le regole sulla emissione, registrazione, trasferimento e stoccaggio con « tecnologia a registro distribuito » degli strumenti finanziari (allora denominati « strumenti finanziari DLT »).

H. Gli è, e va sottolineato, che lo stesso regolamento non discorre di *token*, salvo qualche passaggio, nei Considerando, in cui: (i) si definisce la « cosiddetta tokenizzazione degli strumenti finanziari » come « rappresentazione digitale di strumenti finanziari nei registri distribuiti o l'emissione di categorie di attività tradizionali in formato tokenizzato per consentirne l'emissione, la custodia e il trasferimento in un registro distribuito »⁹; e (ii) si pone il problema, in via esemplare, della « validità legale dei token »¹⁰. Problema che, in realtà, è il *problema del token* e che, quando risolto, consente, per così dire, al *token* di “uscire” dalla *dimensione pattizia, autonoma, per raggiungere la dimensione “reale”* cioè di *opponibilità ai terzi*.

I. Tutto ciò sembra confermare la sensazione che giuridicamente il *token* è una “*rappresentazione digitale*” di qualcosa che attribuisce posizioni giuridiche, pretese, e soggezioni (“obblighi” della integrabilità dei quali nei titoli di credito si discute da sempre) e che “*esiste naturalmente*” nei registri distribuiti; “*rappresentazione digitale*” suscettibile di essere fissata (in senso lato) in modo certo (attraverso un meccanismo di consenso tra nodi di rete; quindi pur sempre attraverso un meccanismo pattizio sebbene a “tecnologia incontestabile”) e di attribuire a qualcuno in modo altrettanto certo pretese, obblighi: posizioni giuridiche e senza l'intervento di una autorità (accentrata o non) che (sempre prima dell'intervento normativo) ne sia responsabile, per così dire, *erga omnes*¹¹.

J. Da queste “assunzioni” è escluso, consapevolmente, ogni riferimento al c.d. MiCA¹² che parrebbe piuttosto evocare un'osservazione del “fenomeno empirico” dall'angolo visuale della tutela dell'impiego del

⁸ V. nell'ordine, dell'art. 2, i nn. 2, 3, 4 e 11.

⁹ Considerando (3).

¹⁰ Considerando (5).

¹¹ Con una “specifica e dedicata” responsabilità.

¹² Regolamento (UE) n. 1114/2023 « relativo ai mercati delle cripto-attività » (MiCA).

risparmio (nella prospettiva dell'investimento)¹³: da scrutinare, allora, con la consapevolezza *del principio della relatività della fattispecie alla disciplina; regolamento, d'altronde, che pure concede la possibilità di qualificare « alcune cripto-attività » siccome « come strumenti finanziari »* sulla base del sistema definitorio proprio della direttiva 2014/65/UE¹⁴; *possibilità che di quel regolamento cagiona la disapplicazione, essendo le cripto-attività/strumenti finanziari già disciplinati; in altri termini, le cripto-attività, quando strumenti finanziari, sono governate da quella direttiva e non dal regolamento*¹⁵. Due note, solo in punta di penna, sul MiCA.

(1) La prima.

La « cripto-attività », nel regolamento MiCA (e, pertanto, per l'applicazione di quella disciplina), è « una rappresentazione digitale di un valore o di un diritto che può essere trasferito e memorizzato elettronicamente, utilizzando la tecnologia a registro distribuito o una tecnologia analoga »¹⁶; essendo il *token* un "tipo" di cripto-attività, poi suscettibile di definirsi:

- « token collegato ad attività », quale « tipo di cripto-attività che non è un token di moneta elettronica e che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento a un altro valore o diritto o a una combinazione dei due, comprese una o più valute ufficiali »,
- « token di moneta elettronica, quale « tipo di cripto-attività che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una valuta ufficiale » o, ancora,
- « utility token », quale « tipo di cripto-attività destinato unicamente a fornire l'accesso a un bene o a un servizio prestato dal suo emittente »¹⁷.

¹³ Cfr., tra i vari, le belle riflessioni di SANDEI, *L'offerta iniziale di cripto-attività*, Torino, 2022, *passim*.

¹⁴ Considerando (3) MiCA.

¹⁵ V. art. 2, § 4, (a), MiCA.

¹⁶ Art. 3, § 1, n. 5, MiCA.

¹⁷ Nell'ordine, art. 3, § 1, n. 6, 7 e 9, MiCA. V., per tutti, l'approfondita indagine di PASSARETTA, *La valuta virtuale nel sistema dei servizi di pagamento e di investimento*, Torino, 2023, *passim*

(2) La seconda.

Nel regolamento MiCA si traggono alcuni utili elementi rispetto ai *non fungible token*, meglio (nel lessico di quel regolamento) alle cripto-attività uniche e non fungibili (cc.dd. NFT¹⁸), di cui molto, anche un po' (di nuovo) per moda, si è parlato, ed al rapporto con gli strumenti finanziari.

Al riguardo,

nella disciplina, gli NFT rilevano:

- per essere *esclusi dalla regolamentazione*, essendo il regolamento disapplicato alle cripto-attività che sono uniche e non fungibili con altre cripto-attività¹⁹;
- quali oggetto, tra gli altri, di un *approfondimento delle linee guida* che l'ESMA deve emanare su criteri e condizioni di qualificazione delle cripto-attività come strumenti finanziari onde comprendere in quali casi le cripto-attività considerate ad altri fini uniche e non fungibili possano comunque *qualificarsi strumenti finanziari*²⁰; e
- quali oggetto di un *rapporto* che la Commissione europea deve rendere al Parlamento europeo ed al Consiglio in cui *si deve scandagliare lo sviluppo del mercato degli NFT*, l'adeguatezza della regolamentazione e la necessità e realizzabilità di una regolamentazione dell'offerta di NFT e dei servizi ad essi connessi²¹;

nei Considerando, sugli NFT si precisa che:

- le *cripto-attività uniche ed non fungibili possono avere un mercato e possono avere una funzione speculativa ma non sono facilmente intercambiabili* ed il valore di ciascuna in relazione all'altra, essendo ciascuna unica, *non è suscettibile di comparazione in un mercato esistente o a mezzo attività equivalenti*; sicché l'uso finanziario di

¹⁸ Nel prosieguo, per semplicità, si discorrerà, indifferentemente ed al bisogno, dell'acronimo (in lingua inglese) e del lessico normativo (in lingua italiana).

¹⁹ Art. 2, § 3, MiCA.

²⁰ Art. 2, § 5, e Considerando (14), MiCA.

²¹ Art. 142, § 2, (d), MiCA.

queste cripto-attività uniche e non fungibili è limitato e ciò giustifica la mancata applicazione del regolamento stesso²²;

- non è da reputare *unica e non fungibile la parte frazionata di una cripto-attività unica e non fungibile*, per un verso; e per l'altro, *l'emissione di cripto-attività uniche e non fungibili in "ampia serie o in funzione di raccolta"* dovrebbe essere stimata come un indicatore di fungibilità²³; ed
- infine
 - (1) *la mera attribuzione di una unica identificazione di una cripto-attività non è sufficiente a stimarla unica e non fungibile*;
 - (2) *la cripto-attività è unica e non fungibile in quanto unica e non fungibile dovrebbe essere l'attività o la pretesa rappresentata*;
 - (3) *resta impregiudicata la rilevanza delle cripto-attività uniche e non fungibili siccome strumento finanziario*;
 - (4) *il regolamento si applica alle cripto-attività che appaiono uniche e non fungibili ma le cui caratteristiche concrete o le caratteristiche legate all'uso concreto le rende fungibili o non uniche*; e
 - (5) *l'approccio classificatorio delle autorità competenti deve basarsi sull'apprezzamento sostanziale e non formale della cripto-attività, valutando le caratteristiche dell'attività e non la nomenclatura*²⁴.

Ne segue che, nel regime legale (meglio: di un regime legale, quello relativo alla regolamentazione del mercato), gli NFT:

- sono rappresentazioni digitali di pretese o valori che *possono* (ma non devono) essere *integrati in un registro distribuito* (l'integrazione riducendosi ad una mera potenzialità);

²² Considerando (10).

²³ Considerando (11).

²⁴ *Ibidem*.

- sono pattiziamente “costruiti” non solo come unici (quindi: identificabili ed isolabili rispetto ad altri attraverso specifiche caratteristiche) ma *anche come non fungibili* (quindi: non sostituibili); questi predicati, poi, devono essere propri *anche di ciò che è rappresentato* e, ancora, devono essere *appurati in concreto*, non essendo a ciò sufficiente *una definizione pattizia*;
- perdono *infungibilità ed unicità* quando sono “frazioni di cripto-attività unica e non fungibile”; ed indice di perdita di fungibilità è l’emissione in “*ampia serie o in funzione di raccolta*”; nonché
- possono svilupparsi in un *mercato* ed attagliarsi ad un *uso speculativo*.

Combinando tutto questo ed ancora una volta, in punta di penna, non potrebbe escludersi una rappresentazione “digitale”, in *token*, di (diritti e obblighi derivanti da) *partecipazioni sociali* che *non siano normativamente riconducibili agli “strumenti finanziari” e neppure alle cripto-attività soggette al MiCA*: in una parola, *partecipazioni sociali “NFT” che sfuggono anche alla regolamentazione, domestica ed europea, del “regime pilota”*. Si potrebbe pensare, forse, alle partecipazioni sociali di società di persone; e, forse, ad alcuni diritti (particolari) che da una particolare partecipazione sociale discendono (si pensi ai diritti particolari di natura patrimoniale). Tutto ciò, forse, potendo contribuire ad una “digitalizzazione” (*in thesi*, più efficiente) dell’organizzazione della società.

3. Riflessioni (occasioni di...)

Passando, ora e come da titolo, a qualche occasione di riflessione sulle novissime regole confezionate dal d.l. n. 25/2023, e ben lontano dal proporre una ricostruzione compiuta, si può rilevare almeno questo:

a) la « forma digitale » è una « circostanza » per la quale « taluni strumenti finanziari esistono soltanto come scritturazioni in un registro per la circolazione digitale »²⁵; ecco, questa disposizione

²⁵ Art. 1, 1° comma, lett. a), d.l. n. 25/2023.

esclude e non definisce. Serve a dire che la “forma digitale” impedisce altre “esistenze” giuridiche differenti dalla “scritturazione in un registro per la circolazione digitale”²⁶;

b) gli « strumenti finanziari digitali » sono una classe di strumenti finanziari connotati dall’emissione in “forma digitale”²⁷. Su un registro per la circolazione “digitale”, dunque;

*c) una classe, si badi, chiusa ma, dal punto di vista dell’ambito oggettivo di applicazione del “regime pilota”, non esclusiva²⁸, che comprende, tra gli altri, le azioni di società per azioni, le obbligazioni di s.p.a., i titoli di debito di s.r.l.²⁹; *non gli strumenti finanziari diversi da quelli che condizionano i tempi e l’entità del rimborso all’andamento economico della società (art. 2411 c.c.), almeno qualora se ne riconosca, come si dovrebbe, la cittadinanza ordinamentale (quelli, si vuol dire, previsti dall’art. 2346, ult. comma, c.c.);**

*d) se così è, al fondo il problema è distinguere tra la *emissione e circolazione in “forma scritturale”* (dove pure gli strumenti finanziari “esistono”, meglio « possono esistere »: così l’art. 83-bis, 1° comma, t.u.f.) ed *emissione e circolazione in “forma digitale”*; posto che, in definitiva, in entrambi i casi si usa il “bit”; o meglio, micro-correnti³⁰. E la sensazione è che la differenza, in realtà, si appunti *sull’uso o non di un registro per la circolazione “digitale”*.*

Ed il legislatore se ne avvede, discorrendo di « strumenti finanziari *emessi mediante tecnologia a registro distribuito* »³¹; locuzione che pare più corretta rispetto a quella (forse più “comoda” perché più breve), che lo stesso legislatore fornisce in avvio, di « strumenti

²⁶ Locuzione, quella di “forma digitale”, di cui si avvale il codice sull’amministrazione digitale come forma dei servizi all’erogazione dei quali l’utente ha diritto (v. art. 7, comma 01, d.lgs. n. 82/2005).

²⁷ Art. 1, 1° comma, lett. c), d.l. n. 25/2023.

²⁸ Cfr. *ultra*, lett. f).

²⁹ Art. 2, 1° comma, d.l. n. 25/2023.

³⁰ Devo la locuzione al Prof. Paolo Spada che ringrazio.

³¹ Art. 31, 1° comma, d.l. n. 25/2023, enfasi aggiunta.

finanziari digitali », designando quella classe chiusa di strumenti finanziari emessi sul registro per la circolazione “digitale”... parole diverse per dire la stessa cosa correndo il rischio della tautologia. E si potrebbe ancora precisare: il legislatore domestico (ma anche europeo) sembra *aggiungere* agli strumenti finanziari indicati nel (famoso) allegato I del t.u.f. *gli strumenti finanziari emessi mediante tecnologia a registro distribuito* (o, in breve, “digitali”); questi essendo in quelli “compresi” (come fossero qualcosa prima non compreso e, pertanto, di diverso). Ma così non è: *gli strumenti finanziari sono... strumenti finanziari; “esistenti”* (giuridicamente) in “*scritture*” (intermediate o, se documentati, anche disintermediate – cioè, i “vecchi” titoli) o “*digitalmente*” (cioè, in quei particolari registri denominati “registri per la circolazione digitale”);

e) questa consonanza, tra strumenti finanziari ad emissione e scritturazione intermediata (“registrazione in conto”) e strumenti finanziari ad emissione e circolazione nei registri per la circolazione digitale (“scritturazione nel registro”), si *apprezza anche nelle modalità di esercizio delle pretese*.

La “registrazione in conto” o la “scritturazione nel registro”, infatti,

- (1) attribuisce, in entrambi, la « legittimazione piena ed esclusiva all’esercizio dei diritti » titolati nello e dallo strumento finanziario³²;
- (2) assegna il potere (più che il diritto) di disposizione dello strumento finanziario³³; e,
- (3) quando assistite da titolo idoneo e buona fede, rendono immune da pretese ed azioni altrui³⁴.

E ancora. In entrambi i casi, si applicano le (residue) regole sulle leggi di circolazione (per le azioni, ad esempio: nominativa e

³² Art. 83-*quinquies*, 1° comma, t.u.f., e art. 5, 1° comma, d.l. n. 25/2023.

³³ Art. 83-*quinquies*, 1° comma t.u.f. e art. 5, 2° comma, d.l. n. 25/2023.

³⁴ Art. 83-*quinquies*, 2° comma, t.u.f. e art. 5, 4° comma, d.l. n. 25/2023.

nei casi previsti al portatore)³⁵; per entrambi, le eccezioni opponibili, avvenuti quei fatti (“registrazione in conto” o “scritturazione nel registro”), si puntualizzano in eccezioni personali ed in « quelle comuni a tutti gli altri titolari degli stessi diritti »³⁶.

Insomma: *non si scorge una “sostanziale” differenza o al postutto una “forma” (in senso giuridico) differente*. Ma solo l’uso o non di registri *specifici con specifiche* caratteristiche. E non a caso quando il legislatore disciplina i singoli “strumenti finanziari digitali” discorre di “forma elettronica” in ordine alla resa delle informazioni pertinenti (azioni, obbligazioni)³⁷;

f) numero chiuso, si diceva, di strumenti finanziari; ma *non esclusivo*, si aggiungeva poco fa, giacché è prevista, nel regime di attuazione, il potere dell’Autorità (la Consob) di « includere nell’ambito degli strumenti che gli emittenti » possono assoggettare alla disciplina della emissione e circolazione “digitale”

- sia qualunque « valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere [azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e ricevute di deposito azionario, obbligazioni e altri titoli di debito, comprese le ricevute di deposito relative a tali titoli], o [qualunque valore mobiliare] che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure »;
- sia le « quote di partecipazione ad una società a responsabilità limitata » anche in « deroga alle disposizioni vigenti relative al regime di forma e circolazione di tali strumenti, ivi comprese le disposizioni di cui agli articoli 2468, 1° comma, 2470, commi dal primo al terzo, e 2471 del codice civile »³⁸.

³⁵ Art. 83-*quinquies*, 1° comma, t.u.f. e art. 5, 1° comma, d.l. n. 25/2023.

³⁶ Art. 83-*septies* t.u.f. e art. 6, 1° comma, d.l. n. 25/2023.

³⁷ Art. 12 d.l. n. 25/2023.

³⁸ Art. 28, 2° comma, lett. *b*), d.l. n. 25/2023.

Ebbene, premesso che *la disposizione non sembra in grado di qualificare alcunché*; ed in particolare non sembra qualificare siccome “strumenti finanziari digitali” le quote di s.r.l., piuttosto estendendo la disciplina di quelli a queste (sebbene lessicalmente le quote siano assunte quali « strumenti »).

Ciò premesso, ed analizzando la seconda parte di quella disposizione, ci si avvede che:

(a) poco sconvolgente appare la deroga (benché dipendente da una decisione di una Autorità) all’art. 2470 c.c., disposizione che effettivamente *si appunta*, quanto ai commi indicati, *sul regime di forma e circolazione della partecipazione sociale*; e che dunque è “sostituita” dalle regole sulla emissione e sulla circolazione “in forma digitale” (più avanti, poi, si proporrà una annotazione sul problema della pubblicità);

(β) e pure la deroga all’art. 2471 c.c. non appare sconvolgente, *considerando la “esistenza” e poi “digitale” della quota*³⁹;

(γ) viceversa, un po’ sconvolgente appare la possibilità di *abbattere il divieto di rappresentazione delle partecipazioni sociali di s.r.l. (di diritto comune) in azioni e di essere oggetto di offerta al pubblico siccome prodotti finanziari* (comunque si voglia intendere l’art. 2468, 1° comma, c.c.); qui, forse, *dalla “forma” si passa alla “sostanza”, autorizzando la modifica della conformazione della partecipazione sociale di s.r.l. (per di più ad opera di una Autorità)*, in ragione del regime di emissione e di circolazione, andando ben oltre la possibilità (*de jure condendo*) di “esistenza in forma scritturale” delle quote di s.r.l. PMI, ammessa solo in caso di

³⁹ L’art. 2471 c.c. ribadendo, secondo una posizione ormai consolidata, un principio già desumibile dal sistema: tra i vari, F. BRIOLINI, *L’espropriazione della partecipazione sociale*, in AA.VV., *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, a cura di A.A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011, p. 386. Soccorrendo, forse, l’art. 9, 1° comma, d.l. n. 25/2023 che si riferisce a « qualsiasi vincolo sugli strumenti finanziari digitali » [e v. anche il precedente art. 4, 1° comma, lett. d), in cui si discorre dell’idoneità del registro per la circolazione digitale di consentire la « scritturazione dei vincoli di ogni genere sugli strumenti finanziari digitali »; corsivi, qui e prima, aggiunti]. Nel regime di dematerializzazione fissato nel t.u.f., in argomento, v., per tutti, FED. MARTORANO, *Titoli di credito dematerializzati*, in *Trattato di diritto commerciale Cicu-Messineo*, già diretto da L. Mengoni, continuato da P. Schlesinger, V. Roppo, F. Anelli, Milano, 2020, p. 335 s.

“categorie di quote” « aventi eguale valore e conferenti eguali diritti »⁴⁰; cioè, in regime di emissione e circolazione “intermediata” secondo gli artt. 83 *bis* ss. t.u.f., regime, si noti, alternativo⁴¹ al regime di “sottoscrizione ed alienazione” previsto per le « offerte di *crowdfunding* » di cui al successivo art. 100 *ter*⁴²;

(δ) del resto, e più in generale, la disposizione lascia all’Autorità un margine discrezionale amplissimo che, se comprende la “deroga” alle disposizioni del codice civile espressamente richiamate, quella discrezionalità, per un canto, *non è limitata alla “deroga”* e, per l’altro, *non è neppure limitata al regime di forma e circolazione delle quote di s.r.l.* Il che potrebbe anche apparire plausibile per alcuni profili: si pensi al problema della legittimazione alla partecipazione ai processi decisionali diversi dall’assemblea⁴³.

Potrebbe in vero sostenersi che la deroga al contenuto precettivo dell’art. 2468, 1° comma, c.c. *non è affatto indispensabile giuridicamente per l’applicazione del regime di emissione e di circolazione “in forma digitale”*: né quanto alla conformazione della partecipazione sociale siccome azione né quanto alla di essa offerta al pubblico siccome prodotto finanziario⁴⁴. Certo, la “standardizzazione” in senso forte, vale a dire la conformazione della partecipazione sociale quale unità non ulteriormente scomponibile, può agevolare lo scambio, può concretizzare *quella agilità allo scambio propria dei valori mobiliari del t.u.f.*; ma, si ripete, *non appare giuridicamente co-essenziale al regime di emissione e di circolazione “in forma digitale”*;

⁴⁰ V. l’art. art. 3, 1° comma, disegno di legge n. 1515 approvato dal Senato della Repubblica il 24 ottobre 2023 ed approvato, con modificazioni, dalla Camera dei Deputati il 6 febbraio 2024.

⁴¹ Cfr. l’art. 3, 2° comma, disegno di legge n. 1515 cit.

⁴² Per una sintesi del quale, v. V. DE STASIO, *Il crowdfunding*, in AA.VV., *Il testo unico finanziario*, a cura di M. Cera e G. Presti, Torino, 2020, p. 2373 ss.

⁴³ A solo quella tecnica decisionale nominata “assemblea” essendo (almeno testualmente) applicato l’art. 7 d.l. n. 25/2023.

⁴⁴ In realtà, le deroghe all’art. 2468, 1° comma, c.c., vigenti prima del “regime pilota”, sono tutte *essenzialmente connesse alla prospettiva dell’offerta ad un pubblico* (avvalendosi, o non, delle offerte di *crowdfunding*) *indistinto*: così, con il recentissimo d.lgs. n. 30/2023 per tutte le s.r.l. e pertanto indipendentemente dalle soglie dimensionali, nel t.u.f. (art. 100 *ter*) e nel micro-sistema del regime “generale” dedicato alle s.r.l. piccole e medie imprese (art. 26, 5° comma, d.l. n. 179/2012).

g) della responsabilità del... responsabile del registro si parlerà tra un attimo⁴⁵. Mette conto, qui, di marcare il possibile *distacco* tra il regime di emissione e circolazione in “forma scritturale” ed il regime di emissione e circolazione in “forma digitale”, *potendo quest’ultimo prescindere dall’intermediazione*.

Infatti, i registri per la circolazione digitale in cui l’ « emissione » (e, deve ritenersi, la circolazione) è (in via esclusiva) consentita sono « tenuti » da « responsabili iscritti » nell’elenco pertinente⁴⁶; “tenuta”, che rileva siccome *attività*, suscettibile di intestarsi anche sugli « emittenti », allora qualificati “responsabili del registro”, con (esclusivo e necessario) « riferimento a strumenti digitali emessi dagli stessi »⁴⁷.

Lungo questa visuale, limitandosi a qualche cenno su azioni e quote di s.r.l., parrebbe:

(a) quanto alle azioni, che (a') l’accesso al regime di emissione e circolazione in “forma digitale”, intermediato o non, richieda una *previsione statutaria* (con o senza abilitazione al “mutamento di regime”)⁴⁸; (a'') la mancanza della emissione di titoli azionari a cagione di quella scelta statutaria, *attiva una “diversa tecnica di legittimazione e circolazione”* (art. 2346, 1° comma, c.c.), disapplicandosi, *in thesi*, l’art. 2355, 1° comma, c.c.; certamente, in caso di emissione e circolazione “in forma digitale” disintermediata, per un verso, *il registro per la circolazione digitale sembra assorbire il libro dei soci e, per l’altro, la modalità di legittimazione si avvicina molto alla disciplina prevista in quell’articolo*. Ed in effetti, e ancora una volta più in generale, in regime di emissione e circolazione in “forma digitale” (intermediato o non), la scritturazione in quel registro aggiorna (e testualmente) il libro dei soci, questo potendo addirittura essere sostituito da quello⁴⁹;

⁴⁵ V. *ultra*, lett. h).

⁴⁶ Art. 18, 1° comma, d.l. n. 25/2023.

⁴⁷ Art. 19, 1° comma, lett. c), d.l. n. 25/2023.

⁴⁸ L’assenza di quella abilitazione statutaria interdichendo, dal lato dell’emittente, quel mutamento: v. art. 15, 1° comma, d.l. n. 25/2023.

⁴⁹ Art. 10, nell’ordine, 1° e 2° comma, d.l. n. 25/2023.

(β) quanto alle quote, *sembrano da applicare le regole sulla previsione statutaria* poc'anzi ricordate per le azioni. Viceversa, incerto, in assenza di diritto scritto⁵⁰, appare il regime pubblicitario tracciato dall'art. 2470 c.c. che, se (e con pochi dubbi) *“perde” il precetto sulla legittimazione verso la società, potrebbe mantenere un senso rispetto alla funzione di “monitoraggio” della circolazione della ricchezza; mantenimento forse da non concedersi valorizzando le previsioni del “regime pilota” sul contrasto al riciclaggio*⁵¹. Qualora poi l'emittente s.r.l. assume il ruolo di responsabile del registro per la circolazione digitale, questo sembrerebbe *fungere*, e senza riserve, *da succedano al libro dei soci*;

h) una ultima annotazione.

*L'eteronima riconosce un responsabile: il responsabile del registro per la circolazione digitale quando non sia un gestore del mercato (SS DTL o TSS DTL)*⁵² od altri soggetti specificamente individuati⁵³.

Ebbene, in primo luogo, l'uno e l'altro sono tenuti a *“garantire” aspetti informativi (correttezza, completezza, aggiornamento continuo delle evidenze sulle informazioni), l'integrità e la sicurezza del sistema nonché la conformità del registro per la circolazione digitale alle caratteristiche previste dalle regole primarie e secondarie*⁵⁴; tra queste spiccano, per l'analisi che si sta proponendo, la « validità delle scritturazioni attestanti la titolarità ed il trasferimento degli strumenti finanziari digitali e dei relativi vincoli »nonché la prevenzione della « perdita o [della] modifica non autorizzata dei dati e delle scritturazioni relative agli strumenti finanziari digitali per l'intera durata della scritturazione »⁵⁵; ebbene (ed

⁵⁰ Ad una regola (parziale: perché limitata « ai fini dell'esercizio dei diritti sociali ») positiva affidandosi il regime di emissione e circolazione delle quote alternativo nelle offerte di *crowdfunding*: v. art. 100 *ter*, 3° comma, t.u.f.

⁵¹ Cfr., in particolare, art. 13, 2° comma, lett. *b*), ed il successivo art. 26 *bis*.

⁵² Le cui definizioni sono attinte dal regolamento (EU) n. 858/2022: v. art. 1, 1° comma, lett. *h*) e *i*), d.l. n. 25/2023.

⁵³ Artt. 1, 1° comma, lett. *l*), e 3, 1° comma, d.l. n. 25/2023; tra i soggetti specificamente individuati v'è sia la Banca d'Italia sia il Ministero dell'economia e delle finanze nonché ulteriori soggetti scelti dall'Autorità.

⁵⁴ V. Allegato 2, lett. *C*), regolamento sull'emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari cit.

⁵⁵ Art. 4, 1° comma, lett. *a*) e lett. *c bis*), d.l. n. 25/2023.

esemplarmente) in questi obblighi emerge il passaggio dal “fatto” alla “regola” eteronoma di cui in principio si ragionava.

In secondo luogo: del responsabile del registro v'è una disciplina sulla responsabilità risarcitoria⁵⁶.

Per la tenuta del registro: verso l'emittente e verso il destinatario della scritturazione⁵⁷; una responsabilità la cui integrazione parrebbe da correlare ai testuali obblighi gravanti sul responsabile stesso⁵⁸.

Ed una responsabilità per danno da informazioni: per i danni cagionati da informazioni false, fuorvianti (susceptibili di indurre in errore) o, qualora dovute, omesse⁵⁹.

In entrambi i casi, una responsabilità, *appurato danno e nesso causale, presunta* – lambendo non solo una responsabilità oggettiva, quasi da attività pericolose, ma ancor prima e forse la responsabilità contrattuale - purché l'obligato non provi l'assenza di un *deficit* di diligenza in ordine a comportamenti qualificati, relativi all'adozione di « tutte le misure idonee ad evitare il danno » ed alla redazione completa e corretta di un documento informativo da rendere pubblico a cui quei responsabili sono tenuti; un documento, nel dettaglio, contenente le informazioni relative alle modalità operative del registro per la circolazione “digitale” e ai dispositivi a tutela della sua operatività⁶⁰.

4. Battuta conclusiva

La conclusione è affidata ad una battuta: che *gli scambi di strumenti finanziari in mercati più o meno intensamente regolati possano ascrivere alla conclusione ed esecuzione un contratto è stato autorevolmente messo in dubbio*⁶¹, *la vicenda potendosi inquadrare in volontà unilaterali nominate che, non appena espresse, rilevano fattualmente siccome anonime, meri impulsi scesi nell'oggettività; strutturando, allora coerentemente per quello che prima si marcava, la responsabilità presunta; ben oltre, forse, quel “ritorno all'estrema*

⁵⁶ Rispetto alla quale occorre, già ai fini dell'iscrizione nell'elenco, una forma di garanzia: v. Allegato 1, lett. A., 3., lett. d), regolamento sull'emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari cit.

⁵⁷ Art. 26, 1° comma, d.l. n. 25/2023.

⁵⁸ Artt. 13 e 23 d.l. n. 25/2023.

⁵⁹ Art. 26, 2° comma, d.l. n. 25/2023.

⁶⁰ Art. 23, 3° comma, d.l. n. 25/2023.

⁶¹ V. C. ANGELICI, *Sul « contratto » di borsa*, Milano, 2021, *passim*.

oggettività” dello scambio muto, silente, ma rilevante tra le parti e socialmente, delle tribù africane di sale contro oro, da ultimo ricordato magistralmente Natalino Irti⁶².

⁶² N. IRTI, *L'ultima transizione*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, I, p. 205 ss.