

media LAWS

Anticipazioni

Nuove traiettorie societarie nell'era del FinTech: la digitalizzazione delle partecipazioni sociali

Mario Passaretta

Nuove traiettorie societarie nell'era del FinTech: la digitalizzazione delle partecipazioni sociali

Abstract

Il saggio intende esaminare le novità introdotte dal d.l. 25/2023 (c.d. decreto FinTech), con riguardo alla circolazione digitale della partecipazione sociale, anche con una visione estesa alla recente “legge capitali”. Particolare attenzione si concentra, inoltre, sulle nuove infrastrutture di mercato in DLT, dove le azioni digitalizzate circoleranno e saranno scambiate tra gli aderenti al nuovo circuito di mercato (primario e secondario). In ultimo, saranno analizzati anche i profili di responsabilità degli operatori/tenutari dei registri distribuiti, per prevenire errate registrazioni o malfunzionamenti del registro, così da assicurare una infrastruttura efficiente quanto quella “tradizionale”.

The essay aims to examine the innovations introduced by Decree-Law no. 25/2023 (commonly known as the FinTech Decree) with regard to the digital transfer of corporate shares, including an extended view towards the recent “Capital Law”. Special attention is also given to the new DLT market infrastructures, where digitized shares will circulate and be exchanged among participants in the new market circuit (both primary and secondary). Finally, the liability profiles of the operators/holders of the distributed ledgers will also be analyzed, to prevent erroneous registrations or malfunctions of the ledger, thereby ensuring an infrastructure as efficient as the “traditional” one.

Sommario

1. Il Regime Pilota introdotto dal decreto FinTech: una nuova tecnica di circolazione della ricchezza. – 2. Le esperienze comparatistiche (Austria, Germania, Spagna, Francia). – 3. Le nuove infrastrutture di mercato DLT. (MTF, SS e TSS) – 4. L’ambito di applicazione del Regime Pilota e la “legge capitali”. – 5. Le azioni digitalizzate. – 6. Il trasferimento di strumenti finanziari digitalizzati. – 7. Il regime di responsabilità del tenentario del registro distribuito.

Keywords

digitalizzazione - Distributed Ledger Technologies – FinTech – tokenizzazione - Regime Pilota

1. Il Regime Pilota introdotto dal decreto FinTech: una nuova tecnica di circolazione della ricchezza

Con il d.l. 17 marzo 2023, n. 25 (convertito con modificazioni dalla l. 10 maggio 2023, n. 52) (“decreto FinTech”) – con sensibile ritardo rispetto ad analoghe esperienze straniere (v. *infra* §2) – il legislatore italiano, attuando il regolamento (UE) 2022/858, ha provveduto a disciplinare l’emissione e la circolazione degli strumenti finanziari tokenizzati ovvero «in forma digitale» come indicato nel titolo del decreto-legge. Fra le

novità introdotte nel nostro ordinamento vi è quella di istituire infrastrutture di mercato basate sulla *distributed ledger technology* (da ora anche “DLT”)¹; in italiano, secondo la definizione dell’art. 1 d.l. 25/2023, tecnologia a registro distribuito: un archivio di informazioni in cui sono registrate le operazioni e che è condiviso da una serie di nodi della rete mediante l’utilizzo di un meccanismo di consenso².

Nella DLT circolano i token, che dal punto di vista tecnico sono una scritturazione informatica a favore di un determinato partecipante del sistema, mentre dal punto di vista funzionale rappresentano uno strumento che consente al titolare di esercitare una serie di diritti nei confronti dell’emittente. La novità del sistema circolatorio così strutturato consiste nell’assenza di depositari centrali dei *token* e nell’esercizio dei diritti relativi in completa autonomia senza la necessaria cooperazione di terze parti. Le scritturazioni (*recte* trasferimenti) da un partecipante all’altro del sistema avvengono mediante la validazione di un blocco – contenente l’informazione – solo se preceduta da una circolazione continuativa³.

È stata proposta una categorizzazione dei *token* in base alle funzioni che essi assolvono⁴: a) *payment token*, se svolgono solamente una funzione di pagamento, come i

¹ Il decreto FinTech modifica, inoltre, le regole di governo del *sandbox*, che consente la sperimentazione di tecnologie innovative (come, ad esempio, l’intelligenza artificiale ed i registri distribuiti) nell’ambito dei servizi di investimento e di pagamento. L’art. 33 d.l. 25/2023 modifica l’art. 36, c. 2 *sexies*, d.l. 34/2019, consentendo ora alle imprese FinTech operanti in settori oggetto di riserva di attività di poter testare le loro tecnologie per un periodo non superiore a 6 mesi, senza dover contestualmente richiedere l’autorizzazione. Relativamente all’istituzione del *regulatory sandbox*, v. G. P. La Sala, *Intermediazione, disintermediazione, nuova intermediazione: i problemi regolatori*, in M. Cian – C. Sandei (a cura di), *Diritto del Fintech*, Padova, 2020, 10 ss., secondo cui la regolamentazione sperimentale adottata dal legislatore nazionale presenta caratteri affini alla disciplina delle *start-up* innovative (d.l. 179/2012 conv. con l. 221/2012): comune a entrambi gli interventi normativi è lo scopo di sostenere l’innovazione mediante la creazione di un ambiente giuridico protetto nella fase di avvio dell’attività; M. T. Paracampo, *Dalle regulatory sandboxes al network dei facilitatori di innovazione tra decentramento sperimentale e condivisione europea*, in *Rivista di diritto bancario*, 2, 2019, spec. 221-224.

² Prima del d.l. 25/2023 il legislatore italiano ha disciplinato l’uso della DLT con il d.l. 135/2018 (conv. con modificazioni dalla l. 12/2019). Nel dettaglio, l’art. 8 *ter* d.l. 135/2018 attribuisce alla validazione temporale eseguita nel registro elettronico distribuito la data certa ai sensi dell’art. 41 regolamento 2014/910/UE. Il d.l. 25/2023 e il regolamento (UE) 2022/858 si rivolgono all’intero *genus* dei registri distribuiti (DLT), ma l’ampiezza semantica che caratterizza i profili definitivi permette di superare pacificamente gli ostacoli interpretativi circa l’inclusione delle *blockchain* (cfr. F. Bertelli, *Il regime pilota per le DLT tra principio di neutralità tecnologica e nuove strategie di cooperazione tra pubblico e privato*, in *Rassegna di diritto civile*, 1, 2023, 370). Per una ricostruzione del fenomeno e per l’applicazione di tale tecnologia ai mercati finanziari, fra molti, v. P. Matera - A. Benincampi, *Blockchain*, in *Dig. disc. priv., Sez. comm.*, IX, Torino, 2022, 24 ss., e ivi ulteriori riferimenti, i quali precisano che sotto un profilo tecnico la *blockchain* – nota per essere impiegata nell’ecosistema delle criptovalute – è un sottoinsieme del più ampio insieme delle “distributed ledger”; adde G. Liace, *Il diritto dei mercati finanziari*, Bologna, 2023, 23 ss. Un sistema DLT, in buona sostanza, consiste in un database strutturato che permette la tenuta e la condivisione dei suoi dati in maniera distribuita e decentralizzata, mentre ne assicura l’integrità attraverso un protocollo di validazione *consensus-based*. Ma v. A. Walch, *The Path of The Blockchain Lexicon (And The Lam)*, in *Review of Banking & Financial Law*, 36, 2017, 738-739 sul concetto di immutabilità in DLT, possibile seppur a costi attualmente non sostenibili.

³ La circolazione della ricchezza in DLT sarebbe equiparabile alla circolazione dei titoli all’ordine, considerata la serie continua di girate (validazioni) necessarie per legittimare il successivo titolare: così F. Moliterni, *Commercio internazionale, letters of indemnity, bills of lading (o polizze di carico) e sistema di circolazione e regolamento delle electronic bills of lading: suggestioni dal modello dei sistemi di pagamento elettronici «istantanei» peer to peer e dal modello del sistema blockchain*, in *Diritto del commercio internazionale*, 1, 2017, 115 ss.

⁴ Nel senso di operare una suddivisione tra i diversi *token* in base alla funzione da essi svolta, v. C.

Nuove traiettorie societarie nell'era del FinTech: la digitalizzazione delle partecipazioni sociali

bitcoin, gli ether e le altre criptovalute⁵; b) *investment token*, se riconoscono al possessore un diritto di tipo patrimoniale o partecipativo nei confronti dell'emittente⁶; c) *utility token*, se attribuiscono un diritto a ricevere o a usufruire di beni o servizi che l'emittente fornisce o si propone di fornire⁷.

Senonché il decreto FinTech disciplina i soli *investment token* e la sub-categoria dei *security token*, vale a dire quelli che conferiscono al detentore diritti patrimoniali e/o amministrativi nei confronti della società emittente, atteggiandosi a strumenti rappresentativi di partecipazioni societarie ed a strumenti finanziari *tout court*. Conferma questa soluzione la nuova definizione di strumento finanziario (art. 1, c. 2, t.u.f.), ossia qualsiasi strumento riportato nella Sezione C dell'Allegato I, «compresi gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito»⁸.

Con l'introduzione nel nostro ordinamento della disciplina sugli strumenti finanziari «in forma digitale» il distacco dalla *chartula* assume dunque rilevanza assoluta mediante una nuova tecnica di circolazione diversa da quelle sino ad ora conosciute, cartolare

Sandei, *L'offerta iniziale di cripto-attività*, Torino, 2022, 6 ss. Suddivide le valute virtuali in “coin” e “token”, invero strumenti di pagamento e titoli di legittimazione, V. Orsini, *Della natura giuridica delle criptovalute*, in *Diritto del mercato assicurativo e finanziario*, 1, 2021, 29, secondo cui i primi sono essenzialmente esistenti *on chain* poiché se immaginassimo di “spegnere” la *blockchain* cesserebbero di esistere; i secondi circolano in *blockchain* solo per l'annotazione del trasferimento, il diritto loro connesso resta invece sempre esercitabile nei confronti dell'emittente. Tra le autorità di vigilanza, si segnala il documento redatto da FINMA, *Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle initial coin offering (ICO)*, 16 febbraio 2018, 2 ss., nel quale si suddividono parimenti i *token* per natura e funzione.

⁵ Tali *token* si indentificano anche con la denominazione di criptovaluta o criptomoneta; sono “autoreferenziali” nel senso di rappresentare solo se stesse e sono generate da un protocollo informatico allo scopo di sostituire la moneta legale negli scambi commerciali. Sul punto, fra molti, v. M. Cian, *La criptovaluta - alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 3, 2019, I, 315 ss., il quale ritiene le criptovalute assimilabili alla moneta-merce in assenza di un emittente; sicché, la comunità dei consociati ripone fiducia nella modalità di generazione, che risulta “acefala” ma predefinita, anziché in un emittente (banca centrale). Sui termini dell'adempimento con valuta virtuale, cfr. V. De Stasio, *Le monete virtuali: natura giuridica e disciplina dei prestatori di servizi connessi*, in M. Cian - C. Sandei (a cura di), *Diritto del Fintech*, Padova, 2020, 215 ss. e *ivi* ulteriori riferimenti; per una ricostruzione dell'adempimento sotto lo schema dell'obbligazione pecuniaria, mediante l'applicazione dell'art. 1278 c.c., sia consentito il rinvio a M. Passaretta, *La valuta virtuale nel sistema dei servizi di pagamento e di investimento*, Torino, 2023, 49 ss. Per una diversa impostazione del problema, nel senso di escludere la «natura» monetaria alla valuta virtuale, v., in particolare, D. Faucegna, *La moneta privata. Le situazioni giuridiche di appartenenza e i fenomeni contrattuali*, in *Contratto e impresa*, 3, 2020, 1253 ss.

⁶ Nell'ambito dei *token* d'investimento e sulla sottocategoria dei *security token*, v. N. de Luca, *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza assente*, in *Rivista di diritto civile*, 1, 2020, 102.

⁷ Fra gli *utility token* sono collocabili anche i *non fungible token* (NFT), costituiti da informazioni digitali registrate in DLT, le quali attestano che un certo partecipante alla rete (identificato attraverso il suo *account*) ha una posizione giuridica su un certo bene o ha il diritto di esigere certe prestazioni dall'emittente dello strumento: in argomento, v. A. Guaccero - G. Sandrelli, *Non-Fungible Tokens (NFTs)*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 6, 2022, I, 824 ss.

⁸ Nel quadro normativo europeo di riferimento il regolamento (UE) 2022/858 succede a quello in materia di mercato di cripto attività (regolamento (UE) 2023/1114), destinato a una diversa categoria di *token*, essenzialmente i *payment token*, ed ai prestatori di servizi di custodia di tali valori, dai quali restano esclusi quelli riconducibili agli strumenti finanziari (art. 2, c. 2, lett. a). E proprio in ragione dell'assenza di una speciale disciplina per gli *investment token* nasce il regolamento europeo sulle infrastrutture di mercato basate su registri distribuiti, che ha consentito di emendare la direttiva 2014/65/UE (Mifid II) e sollecitare così gli stati membri a recepirne il contenuto.

e dematerializzata⁹. La gestione accentrata dei titoli mediante un depositario centrale (CSD) cede quindi il passo alla disintermediazione delle DLT, dove ciascun partecipante, senza l'ausilio di intermediari, esercita autonomamente sul proprio strumento finanziario tokenizzato i relativi diritti¹⁰. Cionondimeno, lo strumento finanziario digitalizzato «soffre di altre non meno gravi volatilità: di quelle che affliggono l'informatica e di quelle generate dal comportamento dell'intermediario»¹¹. Per questo il d.l. 25/2023 sembrerebbe muovere in una prospettiva di salvaguardia del mercato, disciplinando, in particolare, la tecnica circolatoria e gli effetti derivanti dalla scritturazione in DLT del trasferimento del *token* da un partecipante all'altro (artt. 5 e 6 d.l. 25/2023), nonché l'accesso alle infrastrutture di mercato, in assenza di una gestione accentrata, con l'obbligo per l'emittente o l'intermediario tenutario del registro di pubblicare un "prospetto informativo" sulla tecnologia adottata, dei relativi sistemi di sicurezza e della correttezza e completezza delle informazioni immesse nell'interesse del partecipante al sistema (artt. 23 e 26 d.l. 25/2023).

2. Le esperienze comparatistiche (Austria, Germania, Spagna, Francia)

La digitalizzazione degli strumenti finanziari è un tema centrale nelle recenti riforme legislative in Europa, in particolare in attuazione del regolamento (UE) 2022/858. Tale regolamento – come detto – mira a stabilire un quadro normativo per l'utilizzo delle tecnologie dei registri distribuiti (DLT) nelle infrastrutture di mercato. La comparazione tra gli ordinamenti di Austria, Germania, Spagna e Francia permette quindi di comprendere meglio le scelte normative adottate e di evidenziare eventuali convergenze e divergenze, rispetto al legislatore nazionale che ha preferito adottare una disciplina autonoma anziché emendare la legislazione preesistente. Una scelta evidentemente dettata dal periodo di sperimentazione previsto dal regime pilota sul funzionamento delle infrastrutture di mercato DLT e sull'impiego facoltativo della

⁹ La tokenizzazione dello strumento finanziario, che quindi nasce già digitale esattamente quando iscritto in DLT, potrebbe spingere l'interprete a non parlare più di «incorporazione» dei relativi diritti secondo la disciplina dei titoli di credito: cfr., per alcune considerazioni sugli strumenti che nascono come scritturali, a causa del regime di dematerializzazione c.d. «forte» (83 *bis* t.u.f.), M. Sepe, *Sistemi multilaterali di negoziazione-internalizzatori sistematici-sistemi organizzati di negoziazione*, in F. Capriglione (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Padova, 2015, 738.

¹⁰ Il sistema infrastrutturale DLT adottato dal d.l. 25/2023, in verità, prevede sempre un gestore del registro, sebbene i titolari dello strumento digitalizzato possano scambiarlo agevolmente senza un terzo intermediario. Le DLT, e in particolare la sottocategoria *blockchain*, nascono per "rompere" i rapporti intermediati e consentire agli utenti di un dato circuito di scambiare tra loro ricchezza, secondo un moderno modello *peer to peer*. Per una ricostruzione della disciplina del *peer to peer lending* come un modello di «mutuo virtuale» operante tra partecipanti a una piattaforma a ciò predisposta, v. E. Capobianco, *Il "peer-to-peer lending"*, in F. Fimmanò - G. Falcone (a cura di), *Fintech*, 2019, 227 ss.

¹¹ I problemi relativi all'impiego di strumenti informatici per velocizzare e agevolare la circolazione della «ricchezza assente» erano avvertiti anche all'indomani dell'adozione dei sistemi di gestione accentrata. Al riguardo, P. Spada, *La circolazione della «ricchezza assente» alla fine del Millennio*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 4, 1999, I, 424.

Nuove traiettorie societarie nell'era del FinTech: la digitalizzazione delle partecipazioni sociali

tecnologia dei registri distribuiti da parte dell'emittente¹².

L'Austria ha attuato il regolamento UE con la *Bundesgesetz* del 21 giugno 2023, n. 63, che introduce un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate su DLT. La normativa prevede la vigilanza della *Finanzmarktaufsichtsbehörde* sui mercati DLT e l'applicazione della disciplina ai depositari centrali. Questo nuovo quadro normativo adegua la definizione di strumento finanziario, includendo strumenti emessi mediante tecnologia Distributed Ledger («*einschließlich mittels Distributed-Ledger-Technologie emittierter Instrumente*»). Il *Ministerialentwurf Gesetz* sottolinea che la *Bundesgesetz* sul regime pilota dovrebbe garantire una disciplina per i *token* d'investimento assimilabili agli strumenti finanziari tradizionali¹³.

In Germania, la *Gesetz zur Einführung elektronischer Wertpapiere* (eWpG) ha introdotto l'emissione di titoli elettronici, emendando la normativa preesistente. Tra le leggi modificate vi sono il regolamento di ammissione alla borsa tedesca (Börsenzulassungsverordnung – BörsZulV), la legge sul prospetto dei titoli (*Wertpapierprospektgesetz* – WpPG), la legge sul deposito dei valori mobiliari (*Depotgesetz* – DepotG), la legge sull'emissione di obbligazioni (*Schuldverschreibungsgesetz* – SchVG), la legge bancaria tedesca (*Kreditwesengesetz* – KWG), la legge tedesca sulle *Pfandbrief* (*Pfandbriefgesetz* – PfandBG) e il Codice tedesco sugli investimenti (*Kapitalanlagegesetzbuch* – KAGB). Ora è possibile emettere obbligazioni al portatore, obbligazioni ipotecarie (*Pfandbriefe*) e determinate quote di fondi d'investimento in formato esclusivamente elettronico. E, benché l'eWpG non lo preveda espressamente, secondo una visione sistematica è possibile anche l'emissione di obbligazioni nominative, titoli nominativi e qualsiasi titolo convertibile elettronicamente¹⁴.

L'eWpG introduce, in definitiva, una nuova categoria di *Elektronisches Wertpapiere*, equivalenti ai titoli tradizionali emessi mediante il rilascio di un documento (fisico). La *chartula* viene quindi sostituita dall'iscrizione in DLT e il valore digitale corrispondente diviene “bene mobile” ai sensi del § 90 BGB. (§ 2 eWpG)¹⁵. La circolazione del titolo

¹² Entro il 24 marzo 2026, l'ESMA deve presentare una relazione alla Commissione sull'andamento dei mercati in DLT. Deve, inoltre, presentare con cadenza periodica relazioni intermedie (la prima al 24 marzo 2024), onde informare il mercato sull'uso della tecnologia dei registri distribuiti e sull'adozione e diffusione delle nuove infrastrutture negli stati membri (cfr. artt. 14 e 15 regolamento (UE) 2022/858). Parimenti, nel nostro ordinamento, entro tre anni dall'entrata in vigore del d.l. 25/2023, la Consob e la Banca d'Italia trasmettono al Comitato FinTech una relazione illustrativa del fenomeno di mercato e dei risultati emersi dall'applicazione della nuova disciplina della circolazione digitale (v. art. 32 d.l. 25/2023).

¹³ Prima dell'entrata in vigore della *Bundesgesetz* del 21 giugno 2023, n. 63, la dottrina aveva ricondotto i *token* causalmente collegati a un investimento ai tradizionali strumenti finanziari. Al riguardo, considerato il funzionamento delle DLT si è anche prospettato un modello di finanza decentralizzato ma pur sempre soggiacente ai poteri di vigilanza della *Finanzmarktaufsichtsbehörde* (R. RIRSCH, *Crypto-Assets: DLT-Token als Objekt der Finanzmarktaufsicht*, Wien, 2022, 122 ss.).

¹⁴ È il caso, ad esempio, delle obbligazioni convenzionali, delle obbligazioni convertibili e delle obbligazioni con *warrant*, dei certificati di partecipazione agli utili, dei *warrant*, dei certificati d'investimento e delle obbligazioni strutturate: così Bafin, *Jetzt auch elektronisch: Wertpapiere*, 15 luglio 2021, *bafin.de*. Per una estensione della disciplina dell'eWpG anche a titoli diversi da quelli al portatore, v. S. Omlor, *Elektronische Wertpapiere nach dem eWpG*, in *Recht Digital*, 2022, 371 e 372. E, per analoghe considerazioni, ma prima dell'entrata in vigore del eWpG, v. C. Hahn, A. Wons, *Initial Coin Offering (ICO)*, Wiesbaden, 2018, spec.15 ss.

¹⁵ Nel senso di estendere ai titoli digitalizzati e circolanti in DLT il regime giuridico dei beni (§90 BGB), v. M. Lehmann, *Das Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren*, in *Neue Juristische Wochenschrift*, 32,

in DLT garantisce, inoltre, il suo titolare, invero, i §§ 26 e 27 eWpG stabiliscono che, se il nome dell'acquirente è iscritto nel registro elettronico, i diritti connessi sono da egli esercitabili fintantoché il suo nominativo risulta registrato¹⁶.

La Francia ha adottato un analogo approccio con l'emissione, da parte del *Ministère de l'économie des finances et de la souveraineté industrielle et numérique*, del *Décret no 2023-421* del 31 maggio 2023, che modifica parte del *Code monétaire et financier*. L'art. R211-2 dispone che, se i *titres financiers*, nei quali ricondurre anche le rappresentazioni digitali dei comuni strumenti finanziari, sono registrati in un *dispositif d'enregistrement électronique partagé* (DLT), «*revêtent la forme au porteur*»¹⁷.

L'ulteriore emendamento al *Code de commerce* riguarda la parte relativa all'assemblea della *sociétés anonymes* (art. R22-10-28) e alla partecipazione degli obbligazionisti (art. R228-71). Nel dettaglio, la disciplina del *record date* per la partecipazione all'assemblea degli azionisti, i cui titoli siano emessi «in forma digitale» e gestiti mediante un conto titoli al portatore tenuto da un intermediario autorizzato o conservato in DLT, prevede che il nome del titolare del diritto deve essere iscritto nei relativi registri nei due giorni lavorativi antecedenti alla data di celebrazione dell'adunanza. La registrazione in un *dispositif d'enregistrement électronique partagé* legittima l'azionista (nonché l'obbligazionista) al rilascio di un certificato di partecipazione da parte dell'intermediario.

La circolazione dei *titres financiers*, pertanto, si adegua alla dimensione digitale della DLT. L'art. L211-15 *Code monétaire et financier* dispone espressamente che «*Les titres financiers se transmettent par virement de compte à compte ou par inscription dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé*». Conseguentemente, l'acquisto di un titolo si presume in buona fede se il nome dell'acquirente risulta registrato in DLT (art. L211-16)¹⁸.

La *Ley 6/2023* del 17 marzo 2023, su *los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión* apporta importanti novità nell'ordinamento spagnolo così adattando il mercato

2021, 2318 ss.; S. Omlor, *German Electronic Securities Act*, in *European Company Law Journal*, 19, 2022, 69.

¹⁶ Gli emittenti ed i gestori delle strutture di mercato articolate su registri distribuiti sono soggetti a vigilanza e autorizzati ai sensi del §32 KWG da parte della *Bundesanstalt für Finanzdienstleistung* (BaFin). E questo per meglio garantire gli investitori e l'integrità del mercato. In tal senso, v. Omlor, *German Electronic Securities Act*, cit., 72.

¹⁷ Cfr. P. Barban, *Évolution préconisée du droit français des titres dits «digitaux»*, in *Revue Banque*, 196, 2021, 39 ss., secondo cui gli strumenti finanziari digitali circolanti in DLT devono essere disciplinati alla stregua di quelli tradizionali; nonché, v. lo studio condotto da Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, *Rapport sur les titres financiers digitaux* ("security tokens"), 27 novembre 2020, per riconoscere ai *titres financiers digitaux* la natura di titoli nominativi se registrati in DLT e per consentire loro di essere negoziati in un mercato regolamentato; nonché T. Cremers, *La blockchain et les titres financiers: retour vers le futur*, in *Bulletin Joly Bourse*, Juin 2016, 271 ss.

¹⁸ Secondo H. de Vauplane, *Des titres papiers aux titres digitaux*, in *Revue d'économie financière*, 129, 2018, 92 ss. la circolazione in DLT non richiede l'adozione di una *fiction* ulteriore perché sia possibile estendere la disciplina dei titoli dematerializzati. E questo perché i titoli digitali essenzialmente pure circolano come mero valore contabile, ma con la differenza di adottare una infrastruttura non dipendente da una gestione accentrata. Sicché, preso atto dell'innovazione apportata dalle DLT, va ricondotta alla registrazione nel registro distribuito la legittimazione del titolare all'esercizio dei relativi diritti. Tale circolazione digitalizzata della ricchezza richiederebbe di ripensare il concetto stesso di proprietà (96). Nel senso di riconoscere nuove categorie giuridiche alle quali andrebbero ricondotti i *token* d'investimento, v. T. Cremers, *Qualifications juridiques de valeurs numériques et titres inscrits en DEEP*, in *Bulletin Joly Bours*, 118, 2019, 58 ss.; nonché M. Bali, *Les crypto-monnaies, une application des block chain technologies à la monnaie*, in *Revue de Droit bancaire et financier*, 2, 2016, 8 ss.

Nuove traiettorie societarie nell'era del FinTech: la digitalizzazione delle partecipazioni sociali

mobiliare alle nuove tecnologie, in particolare, alla *tecnología de registro descentralizado* e all'emissione e offerta di «*determinados criptoactivos que no sean instrumentos financieros*»¹⁹. L'art. 2, c. 2, equipara gli strumenti finanziari tradizionali («*valores negociables; acciones de sociedades y otros valores negociables equiparables a las acciones de sociedades; bonos y obligaciones u otras formas de deuda titulizada, incluidos los recibos de depositario representativos de tales valores; los demás valores negociables que dan derecho a adquirir o a vender tales valores negociables o que dan lugar a una liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas*») a quelli emessi, registrati, trasferiti o conservati mediante l'uso della tecnologia del registro distribuito o analoghe tecnologie. Anche nell'ordinamento spagnolo si denota un sistema di trasmissione dei *valores* tokenizzati improntato alla certezza della registrazione nel conto titoli degli intermediari ovvero in DLT²⁰. La nuova disciplina stabilisce espressamente che «*la inscripción o registro de la transmisión en el sistema de anotaciones en cuenta o en el sistema basado en tecnología de registros distribuidos, según corresponda, a favor del adquirente, producirá los mismos efectos que la entrega de los títulos*» (art. 11, c. 1, secondo capoverso). Con la conseguenza di ritenere il trasferimento opponibile al terzo nel momento nel quale viene effettuata la registrazione in DLT (art. 11, c. 2). Chi acquista a titolo oneroso *valores* circolanti in DLT da un utente registrato in un sistema basato su registri distribuiti non potrà essere soggetto a pretesa, salvo che al momento dell'acquisto non abbia agito in malafede o con grave negligenza (art. 11, c. 3).

L'indagine comparatistica fin qui svolta consente di mettere in luce alcune costanti che possono essere così sintetizzate: *a*) il trasferimento dei titoli digitalizzati si consolida con l'iscrizione del nominativo dell'acquirente in DLT; *b*) la gestione accentrata (CSD) concorre con il modello di gestione digitalizzata e disintermediata, sotto la supervisione di un'autorità di vigilanza sui mercati finanziari²¹. Niente di più, dunque, che una nuova tecnica di emissione e circolazione dematerializzata resa possibile dall'avvento del FinTech, nell'assunto che la nozione di strumento finanziario comprende ora anche la nuova categoria degli strumenti finanziari emessi in DLT²².

¹⁹ Per l'impiego della DLT, in particolare della specie *blockchain*, come strumento utile «*en el ámbito de la negociación y de la poscontratación de valores*», v. J. Romero Ugarte, *Tecnología de registros distribuidos (DLT): una introducción*, in *Boletín económico (Banco De España)*, 4, 2018, 6; M. Ruiz - G. Gallardón De La Rasilla, «*Fe pública y tokenización de activos en Blockchain*», in *Criptoderecho. La regulación de Blockchain, La Ley*, Madrid, 2018, 469 ss.

²⁰ Cfr. A. Madrid Parra, *Del valor anotado al "tokenizado"*, in *Revista de Derecho del Sistema Financiero*, 3, 2022, 80 ss., secondo cui il ciclo vitale del titolo inizia con la sua costituzione, cioè, nasce nel momento in cui avviene la sua registrazione elettronica nella corrispondente registrazione contabile. L'emissione (materiale) corrisponde dunque con l'iscrizione in DLT del *token*; nonché v. J. Ibáñez Jimenez, *Tokens valor (security tokens). Régimen y técnica de los criptoactivos negociables y sus mercados (MICAs)*, Madrid, 2021, 90; M. Valdecasas, *El criptotoken como nueva ley circulatoria para los derechos (la lex crypto)*, in *Revolución digital, Derecho mercantil y token economía*, Madrid, 2019, 41.

²¹ Negli ordinamenti di Malta e Lussemburgo anche si osservano le "costanti" evidenziate nel testo. Con il *Crowdfunding Service Providers Act* (2023) (Malta) e con la *Loi du 15 mars 2023* (Lussemburgo) è stato attuato il regolamento (UE) 2022/858 e introdotto nella definizione di strumento finanziario anche quello eventualmente rappresentato da valori iscritti in un registro condiviso, prevedendo, dunque, un sistema di dematerializzazione ora affiancato a una diversa infrastruttura di mercato decentralizzata. Per una prospettiva comprata con l'ordinamento statunitense, v. P. Giudici, *ICO e diritto dei mercati finanziari: la prima sentenza americana*, in *Le Società*, 1, 2019, 61 ss. e ivi ulteriori riferimenti.

²² Così, M. de Mari, *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, Milano, 2024, 159.

Il legislatore italiano, contrariamente agli altri ordinamenti esaminati, ha preferito adottare una disciplina autonoma anziché emendare la legislazione preesistente, una scelta dettata dal periodo di sperimentazione del regime pilota. Questo approccio consente una maggiore flessibilità e adattabilità alle specificità del contesto italiano, ma si discosta dalla tendenza comune europea di integrazione delle tecnologie DLT nel quadro normativo esistente. Cionondimeno, un quadro normativo frammentato potrebbe ridurre la competitività del mercato finanziario italiano. Gli investitori potrebbero infatti preferire ordinamenti con una disciplina consolidata e armonizzata a livello europeo, che offrono maggiore certezza e prevedibilità.

3. Le nuove infrastrutture di mercato DLT. (MTF, SS e TSS)

Il decreto FinTech, come negli ordinamenti ora esaminati, adegua le infrastrutture di mercato ai sistemi multilaterali di negoziazione in DLT (MTF DLT), ai sistemi di regolamento in DLT (SS DLT) ed ai sistemi di negoziazione e regolamento in DLT (TSS DLT). Gli MTF DLT sono sistemi di negoziazione multilaterale alternativi al mercato regolamentato, riservati a imprese di investimento, banche e gestori di mercati regolamentati, dove sono negoziati esclusivamente strumenti finanziari digitalizzati. Il regolamento di operazioni (compensazione e liquidazione) di strumenti finanziari digitalizzati, inteso come procedure contrattuali e operative per la gestione delle fasi successive alla stipula della compravendita tra intermediari, avviene invece mediante un SS DLT. Le due funzioni di negoziazione e regolamento, tradizionalmente divise per disaggregare i rischi e aumentare l'integrità dei mercati, a vantaggio soprattutto della fiducia degli investitori, sono eccezionalmente combinate in un TSS DLT, infrastruttura gestita, alternativamente, da un'impresa di investimento, da un gestore del mercato o da un SS DLT «alla luce dei potenziali vantaggi della tecnologia a registro distribuito» (cfr. considerando 14 regolamento (UE) 2022/858).

Il mutato scenario infrastrutturale di mercato inaugura così la gestione *decentralizzata* di strumenti finanziari²³. E questo perché, se un tempo la gestione accentrata, concentrando in un unico *locus* lo strumento oggetto di scambio, consentiva di prevenire i rischi operativi relativi alle operazioni condotte sul mercato secondario, con la registrazione in DLT di strumenti digitalizzati viene essenzialmente meno il rischio di smarrimento, senza, tuttavia, rinunciare alla certezza delle operazioni ivi annotate, ga-

²³ Benché il d.l. 25/2023 non lo preveda si impone, inoltre, al nuovo regime di emissione di strumenti finanziari digitalizzati il limite stabilito dal par. 2 dell'art. 3 del regolamento (UE) 858/2022, con lo scopo di limitare il rischio sistemico. Esso consiste in una condizione di ammissione alle negoziazioni o registrazione degli strumenti in DLT, in base al valore complessivo circolante: *a.* azioni il cui emittente ha una capitalizzazione di mercato o una capitalizzazione di mercato provvisoria inferiore a 500 milioni di euro; *b.* obbligazioni, altre forme di debito cartolarizzato, comprese le ricevute di deposito in relazione a tali titoli, o strumenti del mercato monetario, con un'entità di emissione inferiore a 1 miliardo di euro, esclusi quelli che incorporano uno strumento derivato o che incorporano una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio correlato; *c.* quote di organismi di investimento collettivo il cui valore di mercato delle attività gestite è inferiore a 500 milioni di euro. Sul punto, v. F. Annunziata - A. Minto, *Il nuovo Regolamento UE in materia di Distributed Ledger Technology*, in *dirittobancario.it*, 13 luglio 2022, spec. 3.

Nuove traiettorie societarie nell'era del FinTech: la digitalizzazione delle partecipazioni sociali

rantita dalla sottostante tecnologia dei registri distribuiti e dalla vigilanza operata dalla Banca d'Italia e dalla Consob²⁴. Il *sistema verticale* (tradizionale) basato su di un duplice livello, costituito dai conti aperti presso il depositario centrale e dai conti accesi presso i singoli intermediari²⁵, si affianca a un *sistema orizzontale*, dove mancano un'entità centrale e intermediari di dettaglio e gli utenti possono tra loro scambiare gli strumenti finanziari²⁶. D'altra parte, per gli strumenti finanziari emessi «in forma digitale», l'art. 3, c. 2, d.l. 25/2023 dispone la non applicazione dell'art. 83 *bis* t.u.f. sugli obblighi di dematerializzazione presso un depositario centrale. La sicurezza delle negoziazioni, in questo caso, come detto, viene garantita dall'immodificabilità delle registrazioni una volta effettuate, il che impedisce future manipolazioni delle operazioni tracciate²⁷. È, però, da dire che il sistema come strutturato dal legislatore nazionale ed eurounitario non costituisce una vera e propria disintermediazione/decentralizzazione come intesa nel sistema di scambio per criptovalute. Esiste sempre un responsabile del registro distribuito (emittente o intermediario) che assicura in termini anche informatici il pieno funzionamento dell'infrastruttura²⁸.

²⁴ Il provvedimento di autorizzazione a gestire un sistema di negoziazione MTF DLT viene rilasciato dalla Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, nei casi di negoziazione all'ingrosso di titoli di Stato; dalla Consob, quando il soggetto istante è un gestore di un mercato regolamentato; nei casi diversi da quelli ora menzionati, dalla Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, quando il soggetto istante presenta contemporaneamente domanda di autorizzazione ai sensi dell'articolo 19, c. 4, t.u.f. o dell'art. 20 *bis* t.u.f. (art. 29, c. 2). Per la gestione di un SS DLT, provvede la Consob, d'intesa con la Banca d'Italia (art. 29, c. 3). Nel caso invece di TSS DLT autorizza la gestione del sistema la Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, qualora si tratti di ingrosso di titoli di Stato e dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, in tutti gli altri casi (art. 29, c. 4). Il Regolamento Consob n. 22923 del 6 dicembre 2023 stabilisce le modalità di presentazione dell'istanza di iscrizione nell'elenco dei gestori DLT. La disciplina regolamentare, in particolare, prevede una procedura di accertamento dei requisiti necessari di sicurezza e continuità richiesti dall'art. 23 d.l. 25/2023, oltre alla redazione di un documento pubblico informativo sulle modalità operative del registro (allegato 3) e di una relazione tecnica illustrativa da accludere all'istanza per l'iscrizione all'elenco.

²⁵ Nel senso di ricostruire la gestione accentrata secondo una struttura su un duplice livello, cfr. A. Perrone, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2018, 301; nonché, v. R. Costi, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2013, 253. Descrive invece la gestione accentrata di strumenti finanziari secondo una struttura piramidale, M. Fratini, *Diritto dei mercati finanziari*, Bari, 2013, 327.

²⁶ Cfr. P. Bontempi, *Diritto bancario e finanziario*, Milano, 2023, 607-608, il quale pone in risalto la struttura dei depositi accentrati diversa dalla gestione dei titoli digitalizzati in DLT; F. Annunziata, *La disciplina del mercato dei capitali*, Torino, 2023, 543 ss.

²⁷ In senso analogo, v. P. Bontempi, *Diritto bancario e finanziario*, cit., 608. Il d.l. 25/2023, inoltre, stabilisce espressamente all'art. 23, c. 2, lett. c, l'obbligo per il tenentario del registro distribuito di rendere immutabili i dati iscritti.

²⁸ Le infrastrutture di mercato in DLT sono dunque gestite da soggetti autorizzati e da soggetti istituzionali, il che implica un sistema non del tutto disintermediato, ma al contrario assolutamente governato. Gli scambi all'interno del sistema di negoziazione DLT sono dunque validati da operatori della rete (nodi) certificati. Un modello, se si vuole, lontano da quello disintermediato conosciuto nell'ecosistema delle criptovalute o payment token, ove sovente i nodi della rete sono costituiti dagli utenti stessi del sistema, i quali partecipano alle operazioni di scambio, mettendo al servizio del circuito monetario la potenza di calcolo dei propri elaboratori elettronici: cfr. I. Capelli, *La struttura finanziaria delle imprese e gli strumenti finanziari digitali. Prime considerazioni tra decentralizzazione e regolazione nel contesto del DLT Pilot Regime e del Decreto Fintech*, in *Il diritto dell'informazione e dell'informatica*, 4-5-, 2023, 667).

4. L'ambito di applicazione del Regime Pilota e la “legge capitali”

L'ambito di applicazione del decreto FinTech si estende alle azioni e alle obbligazioni della società azionaria (Titolo V, Capo V, Sezioni V e VII); ai titoli di debito emessi dalla società a responsabilità limitata (art. 2483 c.c.)²⁹; agli ulteriori titoli di debito la cui emissione è consentita ai sensi dell'ordinamento italiano, nonché ai titoli di debito regolati dal diritto italiano emessi da emittenti diversi dagli emittenti italiani; alle ricevute di deposito relative ad obbligazioni e ad altri titoli di debito di emittenti non domiciliati emesse da emittenti italiani, agli strumenti del mercato monetario regolati dal diritto italiano; alle azioni o quote di organismi di investimento collettivo del risparmio italiani *ex art. 1, c. 1, lett. l)*, t.u.f. (v. art. 2 d.l. 25/2023). Tale elencazione deve ritenersi tassativa e non suscettibile di applicazione analogica, come, ad esempio, per le quote di s.r.l. anche offerte al pubblico mediante la tecnica del *crowdfunding*³⁰. E questo, evidentemente, in considerazione del regime pilota adottato dal d.l. 25/2023, per sua natura transitorio. Cionondimeno, il decreto FinTech amplia il perimetro disegnato dal regolamento (UE) 2022/858, poiché l'art. 28 autorizza la Consob a includere le quote di s.r.l. tra gli strumenti finanziari digitali, in deroga alle disposizioni vigenti relative al regime di forma e circolazione di tali strumenti (artt. 2468, c. 1, 2470, c. 1 e 2, 2471 c.c.)³¹.

Un ulteriore passo in avanti, verso una “s.r.l. vocata al mercato” e, quindi, alla circolazione della quota (anche digitalizzata), è segnato dalla l. 21/2024 (c.d. “legge capitali”), in materia di interventi a sostegno della competitività dei capitali. L'art. 3, infatti, intro-

²⁹ Fra l'altro, proprio per i titoli di debito, dovrebbe ritenersi che anche a normativa invariata si potesse giungere a sostenere la compatibilità con la DLT, poiché non si rinvengono vincoli di legge in merito al ricorso a tecniche di legittimazione e circolazione alternative. In questi termini, v. S. Corso - A. Laudonio, *Le s.r.l. aperte al mercato tra crowdfunding e sperimentazione di nuovi ambienti digitali*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 1, 2024, 155.

³⁰ Per quanto riguarda l'impiego di *token* per rappresentare partecipazioni sociali sottoscritte mediante una campagna di *crowdfunding*, v. N. de Luca, *Azioni tokens come fattispecie “nativa”*, in *Quaderni giuridici Consob*, 25, 2023, 108 ss., secondo cui deve constatarsi che non sarebbe legittimo – sebbene materialmente possibile – l'impiego di *token* per realizzare il trasferimento delle partecipazioni. Ed infatti l'art. 100 *ter*, c. 2 *bis*, lett. b), n. 2, t.u.f. specifica chiaramente che l'intermediario può emettere, a richiesta del sottoscrittore o del successivo acquirente, una certificazione comprovante la titolarità delle quote: tale certificazione, tuttavia, ha natura di puro titolo di legittimazione per l'esercizio dei diritti sociali, è nominativamente riferita al sottoscrittore, non è trasferibile, neppure in via temporanea né a qualsiasi titolo, a terzi e non costituisce valido strumento per il trasferimento della proprietà delle quote. «L'utilità di rappresentare le partecipazioni attraverso *tokens* sarebbe dunque minima, se non nulla».

³¹ Per una prima ricostruzione del problema, v. F. Annunziata, *La disciplina del mercato dei capitali*, cit., 544 ss. Cfr., inoltre, M. Stella Richter, *Diritto cartolare: una sintesi*, in *Vita notarile*, 3, 2020, 1640-1641, il quale considera l'elencazione degli strumenti finanziari riportati all'art. 1, c. 2, t.u.f. come «semi aperta», data la presenza dei «valori mobiliari», con la precisazione condivisibile che «non è più elemento essenziale quello della incorporazione del diritto nel documento e quindi la esistenza di un titolo». Secondo V. Santoro, *Tentativi di sviluppo di un mercato secondario delle quote di responsabilità limitata*, in *Rivista della banca e del mercato finanziario*, 1, 2020, 28, posto che le quote di s.r.l. possono essere, da un lato, negoziate su mercati secondari, dall'altro, possono essere standardizzate e destinate alla circolazione, nulla esclude la loro impressione in *token*, con la conseguente assimilazione a valori mobiliari, intesi come «titoli equivalenti ad azioni di società» (art. 1, c. 1 *bis*, t.u.f.); E. Cusa, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Rivista delle società*, 4, 2019, 675 ss. Nel senso di valutare l'idea di ammettere le quote (tokenizzate) di PMI alle negoziazioni nei mercati secondari in DLT, v. anche S. Corso, *Le s.r.l. “aperte” al mercato*, Milano, 2021, 55 ss., spec. 69.

Nuove traiettorie societarie nell'era del FinTech: la digitalizzazione delle partecipazioni sociali

duce all'art. 26 del d. l. 179/2012 (convertito, con modificazioni, dalla l. 221/2012) il c. 2 *bis*, con il quale dispone che le quote di PMI aventi eguale valore e conferenti eguali diritti possono esistere in forma scritturale ai sensi dell'art. 83 *bis* t.u.f., con conseguente gestione accentrata (artt. 82 ss. t.u.f.). Unitamente a queste rilevanti novità, la s.r.l. (PMI) che adotta il regime di dematerializzazione deve, inoltre, dotarsi del libro soci³². Tale strumento non deve intendersi inteso a ripristinare il precedente regime pre-legge Mancino, bensì semplificare l'informazione ai soci, ora accessibile, sicché l'iscrizione nel libro soci non è una condizione preliminare per l'efficacia dei trasferimenti delle quote o per l'esercizio dei diritti sociali. La legittimazione all'esercizio dei diritti si ottiene con la registrazione nel conto degli intermediari, come stabilito dagli artt. 83 *quinquies* e 83 *septies* t.u.f.³³.

La novella, allo stato attuale, manca di un coordinamento con la disciplina speciale prevista nel t.u.f., poiché limita l'applicazione alle sole PMI³⁴, diversamente dalla collocazione di quote attraverso le piattaforme di *crowdfunding* prevista per le s.r.l. ordinarie, e con l'alternativo sistema di circolazione digitalizzata degli strumenti finanziari in Regime Pilota. Emerge, tuttavia, un interessante profilo, anche in una prospettiva "digitalizzata", invero, la standardizzazione delle quote, ciò evidentemente per semplificarne le operazioni di collocamento e successivo trasferimento, posto che la dematerializzazione in sé risulta oltretutto funzionale alla creazione di un mercato secondario³⁵. E questo, evidentemente, contribuisce a sfumare quel criterio discrezionale fra s.p.a. e s.r.l. basato sul divieto della seconda di fare delle proprie partecipazioni oggetto di offerta al pubblico. Un maggiore coordinamento tra le diverse discipline esistenti, dunque, parrebbe auspicabile, riconciliando, in particolare, la digitalizzazione della quota e l'impiego della DLT, anche con funzione di libro soci, nel tentativo di creare un sistema unico di pubblicità e trasparenza³⁶.

³² La (re)introduzione del libro soci nella s.r.l., dopo la soppressione avvenuta ad opera della l. 12 agosto 1993, n. 310 (c.d. "legge Mancino"), rende evidente la volontà del legislatore di sacrificare un sistema di trasparenza, oggi previsto dalla pubblicità del trasferimento della partecipazione sociale del registro delle imprese, a fronte dell'esigenza di fluidificare la circolazione delle quote medesime. A ciò si aggiunge, almeno in prospettiva e a seguito del già richiamato emanando regolamento Consob previsto dall'art. 28, secondo c., lett. a *bis*, decreto FinTech, la possibilità che la legittimazione all'esercizio dei diritti verso la società discenda dalle scritturazioni nel registro distribuito (art. 5 decreto FinTech), con l'espressa previsione che i libri sociali siano aggiornati sulla base delle scritturazioni sul registro medesimo (art. 10 decreto FinTech): così, I. Capelli, *Questioni aperte in tema di circolazione anche digitale della quota di s.r.l.: dalle operazioni di crowdfunding alla Distributed Ledger Tecnology*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 1, 2024, 113-114.

³³ Analogamente, M. Cian, *Le quote dematerializzate di s.r.l.*, in *Rivista di diritto civile*, 1, 2024, 302 ss.

³⁴ Come osservato da F. Annunziata, *Commento sub. art. 3*, in P. Marchetti - M. Ventoruzzo (a cura di), *Commentario alla Legge Capitali*, Pisa, 2024, 7, l'intervento dell'art. 3 della legge capitali si innesta unicamente all'interno del *corpus* normativo dettato dal d.l. 179/2012 e, pertanto, limita i propri effetti nei confronti delle sole s.r.l. piccole e medie imprese.

³⁵ La dematerializzazione realizza «il massimo grado di fungibilità tra gli strumenti finanziari, suscettibili di essere movimentati per flussi determinati solo quantitativamente» e pertanto presuppone la scomposizione delle situazioni giuridiche soggettive in unità standardizzate ed omogenee di un'unitaria operazione di investimento o di finanziamento (M. Cian, *La dematerializzazione degli strumenti finanziari*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 6, 2007, 647). Cfr., inoltre, P. Reviglione, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali alle PMI costituite in forma di s.r.l.*, in *Rivista di diritto societario*, 3, 2019, 619.

³⁶ Cfr. I. Capelli, *Questioni aperte in tema di circolazione anche digitale della quota di s.r.l.: dalle operazioni di crowdfunding alla Distributed Ledger Tecnology*, cit., 115, secondo la quale Si può, tuttavia, ritenere che, in

5. Le azioni digitalizzate

Fra gli strumenti finanziari digitalizzati ricorrono, in apice all'elencazione tassativa dell'art. 2 d.l.25/2023, le azioni emesse e circolanti in DLT. La scelta del legislatore nasce – come ricordato in apertura – dall'esigenza di includere i *token* d'investimento e, in particolare, la sottocategoria dei *security token* in una categoria giuridica esistente³⁷. La particolare attenzione riservata dal d.l. 25/2023 alla disciplina della partecipazione azionaria digitalizzata si articola essenzialmente nel Capo II, agli artt. 5, 7, 8, 9 e 10. Ma prima di procedere, brevemente, con l'esame della disciplina riservata per tali titoli, andrebbe chiarito come l'emittente possa ricorrere al diverso regime circolatorio.

La norma dell'art. 15 del d.l. 25/2023, denominato “Mutamento del regime di forma e circolazione”, stabilisce che il ricorso al “nuovo regime” da cartolare a digitale e da dematerializzato a digitale – in quest'ultimo caso, tuttavia, possibile solo se il ricorso alla decartolarizzazione sia facoltativo (art. 83bis, c. 3, t.u.f.) e non già obbligatorio – opera se lo statuto lo prevede. È, conseguentemente, unilaterale, nel rapporto azionista/emittente, la libertà di optare per il regime di circolazione dei titoli azionari «in forma digitale»; sicché, l'azionista non ha alternative di scelta rispetto al regime pilota adottato dall'emittente. L'adozione del diverso regime circolatorio esclude inoltre che l'azionista possa chiedere che le sue azioni siano assoggettate al preesistente regime, in alternativa a quello adottato dall'emittente³⁸.

Il c. 2 dell'art. 15 d.l. 25/2023, nella parte in cui prevede che «siano oggetto di conversione tutti gli strumenti finanziari appartenenti alla medesima emissione», non ammetterebbe, inoltre, la coesistenza di titoli della medesima specie, tra loro essenzialmente fungibili, in parte sottoposti al regime pilota e in parte a un diverso regime (ad es., cartolare)³⁹. Parimenti, deve dirsi per l'ipotesi inversa di adozione di un diverso regime

mancanza di un'espressa deroga ed anche per favorire un minimo di trasparenza, la circolazione delle quote di categoria emesse in forma diversa da quella scritturale dovrà rispettare, anche per le s.r.l. regolate dal citato art. 26 del d.l. 179/2012, gli obblighi di pubblicità previsti dall'art. 2470 c.c., che condizionano l'efficacia del trasferimento nei confronti della società.

³⁷ Cfr. P. Leocani - U. Malvagna - A. Sciarrone Alibrandi - A. Tranquillini, *Tecnologie di registro distribuito (distributed ledger technologies – blockchain) per la rappresentazione digitale di strumenti finanziari (security token): tra diritto cartolare e disciplina delle infrastrutture di mercato*, in *Rivista di diritto bancario*, 2, 2022, 73 ss.; P. Carriere, *Il fenomeno delle crypto-attività (crypto-assets) in una prospettiva societaria*, in *Banca impresa società*, 3, 2020, 461 ss.

³⁸ Cfr., relativamente all'adozione del regime di dematerializzazione facoltativa, M. Cian, *Commento sub art. 83 bis*, in R. Lener (a cura di), *Delle promesse unilaterali, dei titoli di credito*, nel *Commentario del Codice civile*, diretto da E. Gabrielli, Padova, 2015, 575.

³⁹ Il quadro normativo parrebbe orientato alla necessaria unitarietà della forma documentale, sebbene la norma utilizzi l'espressione «medesima emissione» (art. 15, c. 2, d.l. 25/2023), che potrebbe includere anche (nuove) azioni emesse, ad es., in seguito all'aumento di capitale. L'espressione anzidetta potrebbe aprire all'ipotesi di coesistenza di titoli circolanti in forme diverse (ad es., cartolare e dematerializzata). Cionondimeno, sarebbe ancora da preferire l'impostazione adottata dalla dottrina riguardo alla dematerializzazione facoltativa *ex art. 83 bis*, c. 3, t.u.f., nel senso di escludere la circolazione di medesimi titoli con diversa tecnica circolatoria: in argomento, v. M. Cian, *Commento sub art. 83 bis*, cit., 575; E. Desana, *La disciplina della gestione degli scambi e degli strumenti finanziari quotati*, in M. Cera - G. Presti (a cura di), *Il Testo unico finanziario*, I, Bologna, 2020, 1206; F. Martorano, *Titoli di credito dematerializzati*, in *Tratt. dir. civ. comm.* Cicu e Messineo, Milano, 2020, 101, nt 14, secondo cui sarebbe preferibile rimettere la scelta all'organo di gestione dell'emittente in luogo di una decisione maggioritaria dei soci, poiché l'ingresso nel sistema di dematerializzazione assicura agli investitori una tutela non minore di quella

Nuove traiettorie societarie nell'era del FinTech: la digitalizzazione delle partecipazioni sociali

rispetto a quello pilota, nel senso che la natura volontaria del ricorso alla circolazione in DLT consente all'emittente di "uscire" liberamente, pur sempre secondo le modalità indicate dallo statuto o dalle condizioni di emissione.

La nuova disciplina considera l'innovazione apportata dai registri elettronici distribuiti come un ausilio allo sviluppo di un sistema diverso e concorrente a quello della gestione accentrata. L'adozione del d.l. 25/2023 parrebbe osservare il principio "*same activity, same risk, same rules*" stabilendo regole di circolazione e di controllo simili a quelle della gestione accentrata di strumenti finanziari, senza dunque mutare il contenuto della partecipazione azionaria ma solo la tecnica di circolazione della ricchezza⁴⁰. Gli artt. 5, 7, 8, 9 e 10 d.l. 25/2023 riproducono, infatti, la disciplina del t.u.f. (artt. 83 *quinquies* – 83 *octies*) relativa all'esercizio dei diritti derivanti dalla titolarità di strumenti finanziari dematerializzati. Nel dettaglio, l'art. 5 dispone che in seguito all'avvenuta scritturazione in DLT, «il soggetto in favore del quale è effettuata ha la piena ed esclusiva legittimazione all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari digitali»⁴¹. L'azionista ha, quindi, diritto di intervento in assemblea e d'esercizio del diritto di voto con riferimento alle scritturazioni nel registro rilevate al termine della giornata contabile individuata dallo statuto dell'emittente o, se previsto, dal Regolamento Consob (art. 7). Egli ha diritto al pagamento dei dividendi sempre con riferimento alle registrazioni in DLT, rilevata al

offerta dal sistema cartolare; M. Gargantini, *Commento sub art. 83 bis*, in *Commentario breve al Testo unico della finanza*, Padova, 2020, 640.

⁴⁰ Nell'interesse complessivo del mercato, un approccio alla regolazione neutro rispetto alle tecnologie utilizzate mira ad evitare che si creino disparità di trattamento tra le istituzioni finanziarie esistenti e i nuovi attori della finanza digitale: così, F. Bertelli, *Il regime pilota per le DLT tra principio di neutralità tecnologica e nuove strategie di cooperazione tra pubblico e privato*, cit., 365 e 379, secondo cui il regime pilota europeo appare adottare una strategia capace di conciliare il principio di neutralità tecnologica con la necessità di rivolgersi ai rischi sistematici che l'utilizzo delle nuove tecnologie nel settore finanziario comporta, per mitigare i quali l'adozione di regole puramente *activity based* sarebbe insufficiente. È dunque esclusa l'attribuzione di diritti amministrativi e patrimoniali diversi rispetto alle azioni circolanti nel diverso regime cartolare o dematerializzato. L'assenza di un «diverso dosaggio» dei diritti tra azioni emesse dalla medesima società esclude dunque l'esistenza di una categoria; sicché, quando manchi un diritto caratterizzante un gruppo di azioni non si può parlare di categoria: così, le azioni al portatore non costituiscono una categoria in contrapposto alle azioni nominative. In tal senso, v., fra molti, F. Ferrara jr - F. Corsi, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2011, 405, nt. 1. Per una diversa ricostruzione della categoria, v. M. Notari, *Le categorie di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 2006, Torino, 610, e in particolare v. nt. 36, secondo cui di categoria deve parlarsi anche quando le regole diverse, se applicabili in modo differenziato a gruppi di azionisti, riguardano le modalità di trasferimento o anche le tecniche di rappresentazione. Ad esempio, «venuto meno l'obbligo di nominatività delle azioni, lo statuto conceda solo ad un gruppo di azioni la facoltà di trasformare le azioni da nominative in azioni al portatore e viceversa, mentre imponga alle altre la nominatività o il regime al portatore. Oppure si pensi alla clausola statutaria che attribuisca solo ad una parte delle azioni il diritto di optare per l'incorporazione delle azioni in certificati azionari piuttosto che per la mancata emissione dei titoli, come consente l'art. 2346, c. 1, c.c. In entrambi i casi, a configurare la categoria di azioni, non è tanto la foggia esteriore assunta di volta in volta dalle azioni, bensì la circostanza che ad un gruppo predeterminato di esse si applica la "regola diversa", dalla quale discende una diversa posizione giuridica in capo a tutti i titolari di azioni di quel gruppo».

⁴¹ Parrebbe equiparare il sistema di scritturazione/registrazione in DLT delle azioni emesse in forma digitale alla scritturazione contabile a norma degli artt. 83 *bis* e ss. t.u.f., G. Ferri, *Manuale di diritto commerciale*, a cura di C. Angelici e G.B. Ferri, Padova, 2023, 337, sul presupposto che azioni dematerializzate e azioni tokenizzate esistano «solo come scritturazioni in un registro per la circolazione digitale»; nonché v. anche F. Annunziata, *La disciplina del mercato dei capitoli*, cit., 544.

termine della giornata contabile individuata dall'emittente (art. 8) ⁴².

Finanche la costituzione di vincoli su azioni, e in generale su strumenti finanziari tokenizzati (art. 9 d.l. 25/20203), in termini di logica normativa, si pone in continuità con il sistema previsto dall'art. 83 *octies* t.u.f., prevedendo la costituzione del vincolo unicamente mediante scritturazione nel registro, obbligando il responsabile (emittente, SS DLT e TSS DLT) a eseguire le istruzioni ricevute dal beneficiario del vincolo; il che, in definitiva, consente anche di superare il problema in passato sollevato dalla dottrina circa l'impignorabilità di valori digitali circolanti in DLT⁴³.

6. Il trasferimento di strumenti finanziari digitalizzati

Tanto acquisito, la circolazione di strumenti finanziari «in forma digitale» avviene – come ricordato innanzi – senza il necessario ausilio di intermediari e la cessione della c.d. chiave privata, invero del valore digitale, realizza la movimentazione e la registrazione in DLT dall'alienante all'acquirente. Tale cessione comporta, conseguentemente, la legittimazione a esercitare i diritti relativi allo strumento finanziario oggetto della cessione, del che il legislatore nazionale, consapevolmente, adotta un regime di eccezioni equivalenti alle regole previste per i regimi cartolari e scritturali. E, infatti, l'art. 5, c. 4, d.l. 25/2023 esclude eventuali pretese da parte dei precedenti titolari qualora la cessione abbia avuto luogo in base a un titolo idoneo e in buona fede⁴⁴. Nei rapporti,

⁴² Tali norme, come tra l'altro precisato nel *Dossier XIX Legislatura* del 28 marzo 2023 (22), si pongono in espressa deroga all'art. 4 l. 1745/1962, secondo cui l'azionista ha «diritto al pagamento degli utili e all'intervento in assemblea, quando il titolo azionario sia stato trasferito per girata, il giratario che se ne dimostra possessore in base a una serie continua di girate». Si tratterebbe di una ulteriore disapplicazione della l. 1745/1962 su cui v. R. Lener, *Commento sub. art. 83 undecies-terdecies*, in Id. (a cura di), *Commentario del Codice civile*, diretto da E. Gabrielli, *Delle promesse unilaterali, dei titoli di credito*, Padova, 2015, 646, il quale criticamente osserva che mantenere in vita la l. 1745/1962 non rappresenta un esempio di buona tecnica legislativa, vista la sua parziale applicazione; «meglio prevedere la disapplicazione della vecchia legge e dettare una disciplina nuova ed esauriente».

⁴³ Il rilievo, a ben guardare, era stato sollevato da F. Murino, *Il conflitto tra il creditore pignorante e il terzo acquirente di quota di s.r.l.*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2, 2018, II, 212 ss., in particolare nt. 5; nonché Id., *Pegno non possessorio di azioni, potenziata autotutela esecutiva e attualità del divieto di accettazione di accettazione di azioni in garanzia*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2, 2018, II, 301 nt. 18, secondo il quale sarebbe stato complesso ipotizzare un pignoramento in *blockchain* della quota sociale. E questo principalmente a causa dell'assenza di un "gestore" o intermediario del registro elettronico distribuito. Un problema, tuttavia, risolto dal d.l. 25/2023 poiché la DLT ora risulta governata e controllata dall'emittente o da un intermediario, i quali – come detto nel testo – sono tenuti a dare seguito alle istanze del creditore pignorante o, più in generale, al beneficiario del vincolo.

⁴⁴ Il principio opera nei medesimi termini e limiti in cui opera nella circolazione cartolare e dematerializzata. Le pretese o azioni da parte di precedenti titolari sostituiscono la rivendicazione contro cui è protetto l'acquirente di titoli cartacei, ma solo perché in ambiente scritturale non vi sono posizioni dominicali sul titolo da rivendicare. L'acquisto protetto resta esclusivamente quello a non domino, mentre, posta la necessità che esso sia sorretto da un titolo idoneo, la disposizione non copre gli eventuali vizi di validità del titolo: in argomento, v. G. P. La Sala, *L'acquisto a non domino di strumenti finanziari dematerializzati*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 4, 2004, I, 498 ss. Il particolare contesto nel quale circolano i titoli digitalizzati denota, inoltre, alcune peculiarità, tra l'altro ascrivibili anche alla circolazione dematerializzata: (a) la nozione di possesso si intende in senso ampio, come situazione di appartenenza, nel senso di potere dispositivo su di un valore contabile, che astrae dalla *res*; (b) l'annotazione in proprio favore dello strumento finanziario tokenizzato deve derivare pur sempre da un titolo idoneo, ossia

Nuove traiettorie societarie nell'era del FinTech: la digitalizzazione delle partecipazioni sociali

invece, tra il titolare dello strumento tokenizzato e l'emittente, quest'ultimo può opporre al primo, soggetto in favore del quale è avvenuta la registrazione in DLT, soltanto le eccezioni personali e le eccezioni comuni a tutti gli altri titolari degli stessi diritti (art. 6). La norma riproduce pedissequamente l'art. 83 *septies* t.u.f., come a confermare la continuità tra due sistemi che, seppure in tempi diversi e con tecniche diverse, hanno innovato la circolazione della ricchezza, in particolare dei titoli diffusi tra il pubblico e negoziati in mercati regolamentati, senza tuttavia mutare le soluzioni elaborate dal passaggio «dagli atomi ai bits»⁴⁵.

Esclusa dalla legge di circolazione degli strumenti finanziari tokenizzati deve, dunque, considerarsi la mera cessione dell'eventuale supporto elettronico nel quale è custodito o impresso il *token*. Al riguardo, la caratteristica di un *token* presuppone che lo stesso esista come unità nativa digitale, indipendentemente dal supporto materiale nel quale possa essere eventualmente rappresentato o letto, sebbene il supporto *hardware* possa agevolarne l'utilizzo⁴⁶. Come precisato dalla dottrina, un *token* registrato in un *chip* contenuto in una carta plastificata (come una carta di credito) o, ancora, un *token* leggibile attraverso un lettore elettronico (come uno *smartphone*), non si identifica con questo o quel supporto materiale e la sua circolazione non ha nulla a che vedere con la cessione dell'apparato nel quale risulta registrato. Alla opposta conclusione si potrebbe giungere solo se si possa fingere che a circolare sia il contenitore, anziché il contenuto, ed affermare che, come nei titoli di credito al portatore, la circolazione del supporto realizzi mediamente quella del diritto in esso registrato⁴⁷. Ma la disponibilità del supporto che contiene il *token* non sempre è un indice univoco di legittimazione. D'altra parte, come avviene per i titoli di credito ad intestazione nominativa, un *token* può contenere i dati di identificazione dell'avente diritto alla prestazione al quale è comunque richiesto di esercitare il diritto per mezzo del supporto materiale o del lettore: in questi casi, avente diritto è non già colui che detiene il supporto materiale che contiene i dati o consente di leggerli, bensì colui che lo stesso *token* identifica come il titolare dei diritti e, perciò, legittimato a detenere ed utilizzare il supporto materiale o il lettore dei dati⁴⁸.

qualsiasi contratto che permetta l'acquisto di diritti (per analoghe riflessioni nell'ambito dei titoli dematerializzati, cfr. M. Callegari, *I titoli di credito e i processi di dematerializzazione/Titoli di credito*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, 2006, 168 ss.).

⁴⁵ Cfr. P. Spada, *La circolazione della «ricchezza assente» alla fine del Millennio*, cit., 410.

⁴⁶ Esistono spazi di archiviazione fisici (*cold storage*), come ad es., una memoria usb, nei quali custodire le chiavi d'accesso per trasferire i titoli digitali. Essi possono equipararsi ad autentici borsellini elettronici, diversi dai depositi operati *online*, per i quali occorre invece la cooperazione di un terzo. In ordine al problema del deposito di valori digitali, cfr. G. Sicchiero, *Il contratto di deposito di beni immateriali: i-cloud e files upload*, in *Contratto e impresa*, 2, 2018, 682 ss.

⁴⁷ In tal senso N. de Luca, *Azioni tokens come fattispecie «nativa»*, cit., 100 ss., secondo cui, sebbene l'esercizio dei diritti che il *token* consente di esercitare possa essere collegato in modo anche imprescindibile all'utilizzo del supporto materiale sul quale sono registrati, non sempre sono questi ultimi a identificare nel relativo detentore l'esclusivo avente diritto.

⁴⁸ Così, N. de Luca, *ibidem*.

7. Il regime di responsabilità del tenentario del registro distribuito

L'implementazione del mercato dei capitali con le DLT ha, in ultimo, richiesto un intervento anche sulla responsabilità del tenentario del registro distribuito per attenuare i c.d. rischi strutturali⁴⁹. Per meglio delineare i profili di responsabilità del tenentario del registro distribuito, l'art. 26 d.l. 25/2023, denominato appunto "Regime di responsabilità", deve essere coordinato con l'art. 23 d.l. 25/2023 "Obblighi del responsabile del registro"⁵⁰. L'art. 26 d.l. 25/2023, in particolare, al c. primo, individua nel tenentario della DLT il responsabile verso l'emittente e verso il soggetto nei confronti del quale è avvenuta la registrazione della movimentazione dello strumento finanziario digitalizzato o che sarebbe dovuta avvenire: in breve, sono responsabili (a) l'intermediario, individuato ai sensi dell'art. 19 d.l. 25/2023 e (b) l'emittente, se gestisce in proprio la DLT. Essi rispondono evidentemente per le registrazioni errate o mancate sul presupposto del solo impiego della DLT. L'ultimo periodo dell'art. 26, c. 1, d.l. 25/2023, secondo cui «salvo che dia prova di avere adottato tutte le misure idonee ad evitare il danno», induce a ritenere che la norma ricalchi lo schema previsto dall'articolo 2050 c.c., sulla responsabilità per danni da esercizio di attività pericolose⁵¹. È quindi acquisito come l'impiego di una DLT possa essere potenzialmente rischioso di per sé in ragione dei danni che potrebbe provocare qualora non siano adottati gli strumenti della tecnica (noti) per prevenire l'*eventus damni*⁵².

⁴⁹ La solidità dell'infrastruttura di mercato è, poi, garantita da requisiti organizzativi richiesti al responsabile del registro (art. 24 d.l. 25/2023). Tali requisiti sono essenzialmente ripresi da quelli già adottati da banche, imprese di investimento e gestori di mercati stabiliti in Italia, intermediari finanziari iscritti all'albo di cui all'articolo 106 t.u.b., istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica, gestori e imprese di assicurazione o riassicurazione stabiliti in Italia. Nel dettaglio, si impone ai responsabili del registro (diversi da banche, imprese di investimento o assicurazione e altri emittenti con sede legale in Italia) di dotarsi di una chiara struttura organizzativa con linee di responsabilità ben definite, trasparenti e coerenti, efficaci sistemi dei controlli interni e ICT (*information and communications technology*), efficaci politiche per le esternalizzazioni, nonché idonee procedure amministrative e contabili per assicurare il rispetto del decreto in esame, anche da parte del personale.

⁵⁰ L'art. 26, c. 1, d.l. 25/2023, secondo cui «Il *responsabile del registro* risponde dei danni derivanti dalla tenuta del registro verso l'emittente, *se soggetto diverso dal responsabile del registro*, e verso il soggetto in favore del quale le scritturazioni sono state effettuate o avrebbero dovuto essere effettuate, salvo che dia prova di avere adottato tutte le misure idonee ad evitare il danno [*enfasi aggiunte*]», risulta poco chiaro in prima lettura. La norma richiede una interpretazione sistematica perché possano identificarsi i soggetti passivi destinatari del regime di responsabilità. Conveniente sarebbe un emendamento dell'art. 26, c. 1, d.l. 25/2023, qualora il regime pilota fosse confermato, eventualmente replicando la chiarezza e la struttura della norma dell'art. 83 *decies* t.u.f.

⁵¹ Per analoghe considerazioni, v. E. La Sala - F. Guelfi, *Emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale: profili legali e fiscali*, in *Le società*, 11, 2023, 1246. Nel senso, invece, di escludere l'applicazione dell'art. 2050 c.c. se la fattispecie di responsabilità è specificamente disciplinata, come l'ipotesi prevista dall'art. 26 d.l. 25/2023, v. Cass. civ., sez. III, 10 luglio 1979, n. 3978, in *ONE Legale*; in dottrina, v. T. Pellegrini, *Commento sub art. 2050*, in P. Rescigno (a cura di), *Codice civile*, Milano, 2023, 4204.

⁵² La tenuta di DLT e, se non prevista l'intermediazione, la gestione da parte dell'emittente di strumenti finanziari digitali in DLT configurerebbe un'attività (tipica) pericolosa – come accennato nel testo – per scelta del legislatore. Pericolosità che, anche se non si aderisse alla ricostruzione dell'attività come tipica, andrebbe ponderata comunque sul criterio della gravità del danno che l'impiego di tale strumento informatico potrebbe in astratto causare. E questo andrebbe valutato non sulla base dell'evento effettivamente verificatosi, ma sulla base di una prognosi postuma essenzialmente fondata sulle

Nuove traiettorie societarie nell'era del FinTech: la digitalizzazione delle partecipazioni sociali

La responsabilità del tenentario del registro distribuito si configura, quindi, come una responsabilità di natura oggettiva per l'effetto dell'ampliamento del contenuto del dovere di diligenza (v. anche la *Relazione illustrativa*)⁵³. Il responsabile del registro deve quindi provare di non aver commesso alcuna violazione delle norme tecniche previste dal d.l. 25/2023 (artt. 13 e 23) e di comune prudenza, ma deve anche provare di aver impiegato ogni cura o misura atta ad impedire l'evento dannoso, tale da escludere il nesso causale tra l'attività svolta e l'evento.

La disciplina della responsabilità del tenentario del registro distribuito si spinge, inoltre, a prevedere l'ipotesi di danni cagionati al soggetto in favore del quale è avvenuta la scritturazione o all'investitore, nel caso in cui si tratti di soggetto diverso dal primo, derivanti sia da false informazioni o da informazioni comunque suscettibili di indurre in errore il titolare dello strumento finanziario tokenizzato, sia dall'omissione di informazioni dovute, salvo il tenentario del registro distribuito non dia prova di avere adoperato la diligenza necessaria ad assicurare la correttezza e completezza delle informazioni di cui all'articolo 23, c. 3, d.l. 25/2023. Si tratterebbe di un'ipotesi di responsabilità da *disclosure*, connotata da precisi obblighi circa i contenuti delle informazioni da rendere pubbliche e da una responsabilità rafforzata, a causa di un'inversione dell'onore della prova circa l'elemento soggettivo⁵⁴.

È dunque con la disposizione degli artt. 23 e 26 d.l. 25/2023 che il legislatore ha inteso tutelare il titolare di uno strumento finanziario «in forma digitale», da un lato, prevenendo una responsabilità (oggettiva) per rischio lecito tendente alla reintegrazione del patrimonio del danneggiato, dall'altro lato, addossando su chi esercita l'attività (emittente o intermediario) il costo del rischio correlativo; ciò tendenzialmente riverberandosi positivamente sul mercato e, più in generale, sulla società⁵⁵.

circostanze di fatto conosciute all'agente in considerazione dell'attività esercitata (cfr. Cass. civ., sez. III, 19 luglio 2018, n. 19180, in *ONE Legale*; Cass. civ., sez. III, 20 maggio 2015, n. 10268, in *CED online*; Cass. civ., sez. III, 19 gennaio 2007, n. 1195, in *CED online*; Cass. civ., sez. III, 30 agosto 1995, n. 9205, in *Danno e resp.*, 1996, 255; Trib. Potenza, 11 luglio 2008, in *ONE Legale*; Trib. Monza, 8 febbraio 2007, in *ONE Legale*).

⁵³ Cfr. Cass. civ., sez. III, 13 maggio 2003, n. 7298, in *Danno e resp.*, 2003, 1193, secondo cui la fattispecie dell'art. 2050 c.c. si pone ai limiti ultimi e più prossimi a quella della responsabilità oggettiva. In dottrina, per una ricostruzione della fattispecie in termini di responsabilità per colpa presunta, v. E. Betti, *Teoria generale delle obbligazioni*, 1, Milano, 1953, 65 ss.; G. Cottino, *L'impossibilità sopravvenuta della prestazione e la responsabilità del debitore*, Milano, 1955, 38 ss. Diversamente, per un criterio di responsabilità dovuta a negligenza del debitore, v. M. Giorgianni, *L'inadempimento*, Milano, 1975, 66 ss.; A. Di Majo, *Delle obbligazioni in generale*, in *Comm. Scialoja-Branca*, 1988, 465 ss.

⁵⁴ Così, E. La Sala - F. Guelfi, *Emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale: profili legali e fiscali*, cit., 1246, secondo cui il regime di responsabilità previsto dall'art. 26, c. 3, d.l. 25/2023 condurrebbe a un inevitabile parallelismo con la disciplina sulla responsabilità da prospetto ex art. 94 t.u.f. Su quest'ultimo profilo, v. P. Lucantoni, *L'informazione da prospetto*, Milano, 2020, spec. 81 ss.

⁵⁵ Cfr. P. Trimarchi, *La responsabilità civile: atti leciti, rischio, danno*, Milano, 2021, 301 ss. È da dire che, nel mercato mobiliare, la propensione all'investimento non è indotta tanto dall'esistenza di regole che tutelino sul piano individuale l'acquisto dei documenti rappresentativi di diritti di partecipazione o di credito, quanto piuttosto dall'efficienza delle norme, le quali assicurano la trasparenza e l'efficienza delle negoziazioni: così, M. Fratini, *Diritto dei mercati finanziari*, cit., 328; nonché, cfr. F. Ferro Luzzi, *Il ruolo del diritto nell'accrescimento del benessere dei singoli e della comunità*, in G. Lemme (a cura di), *Diritto ed economia del mercato*, Milano, 2021, 43 ss.