

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

**SUPPLEMENTO**

OTTOBRE / DICEMBRE

**2025**

## **DIREZIONE**

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,  
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI  
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,  
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

## **COMITATO DI DIREZIONE**

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,  
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,  
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

## **COMITATO SCIENTIFICO**

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,  
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,  
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE  
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO  
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,  
FRANCESCO TESAURO+

### **COMITATO ESECUTIVO**

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

### **COMITATO EDITORIALE**

ADRIANA ANDREI, ANGELA MARIA AROMOLO DE RINALDIS,  
SEBASTIANO BELFI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, BENEDETTA  
BONFANTI, ALESSANDRA CAMEDDA, ANDREA CARRISI, GABRIELLA  
CAZZETTA, EDOARDO CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANTONIO  
DAVOLA, ANGELA GALATO, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO  
GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA LUCANTONI, EUGENIA  
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, EMANUELA  
MIGLIACCIO, GIANPAOLO PANETTA, FRANCESCO PETROSINO,  
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,  
ELEONORA RAJNERI, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA,  
DAVIDE TOCCOLI, VERONICA ZERBA (SECRETARIO DI REDAZIONE)

### **COORDINAMENTO EDITORIALE**

UGO MALVAGNA

## **NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE**

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

**Rivista**  
di Diritto Bancario | dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

**SEDE DELLA REDAZIONE**

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,  
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836



## **Dalla dematerializzazione alla tokenizzazione: evoluzione degli strumenti finanziari nel diritto dei mercati**

**SOMMARIO:** 1. Innovazione tecnologica e modelli alternativi all'intermediazione creditizia tradizionale. – 2. Gli strumenti finanziari digitali. – 3. Un *tertium genus* nella gestione degli strumenti finanziari fondato sulla tecnologia a registro distribuito. – 4. Conclusioni.

### *1. Innovazione tecnologica e modelli alternativi all'intermediazione creditizia tradizionale*

Alla luce del profondo processo di digitalizzazione che ha investito il settore finanziario, determinando una trasformazione strutturale dei modelli di business, dei servizi e degli strumenti di circolazione della ricchezza, appare naturale interrogarsi sulle ricadute di tale evoluzione nell'ambito dell'intermediazione creditizia. In particolare, l'emergere di tecnologie innovative e di nuovi operatori ha progressivamente messo in discussione il ruolo tradizionale degli intermediari bancari, aprendo la strada a modelli alternativi di allocazione delle risorse finanziarie.

In questo quadro, l'innovazione tecnologica ha aperto la strada anche a nuove tipologie di attività che operano all'interno del mercato dei capitali con l'obiettivo di facilitare la circolazione della ricchezza, riorganizzare le scadenze finanziarie e rimodulare i profili di rischio<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Si veda V. VINCI e S. RANCHORDAS, *Regulatory sandboxes and innovation-friendly regulation: between collaboration and capture*, in *Italian Journal of Public Law*, 1/2024, 107 ss.; N. ABRIANI, *Discriminazioni tecnologiche e diritto delle imprese: alla ricerca di strumenti di riequilibrio*, in *Riv. dir. impr.*, 3/2023, 447 ss.; S. MACCARONE, *Considerazioni in tema di innovazione tecnologica nel mercato dei servizi finanziari. Soggetti, prodotti e moneta*, in *Dir. banc. fin.*, 2/2023, 1, 277 ss.; quest'ultimo, con particolare riferimento a numerosi problemi e implicazioni connessi con lo sviluppo della tecnologia nell'ambito dell'attività finanziaria, i quali - dal punto di vista sia dell'oggetto - sono riferibili a servizi nuovi, non sempre facile qualificazione rispetto ai servizi tradizionali e alla loro regolamentazione.

In tale contesto si inseriscono anche le riflessioni di D. ROSSANO, *Presentazione: L'ordinamento del credito tra finanza alternativa e mutamenti geopolitici*, in *Riv. trim. dir. econ.*, Supplemento al n. 3 del 2024, in cui l'A. ha evidenziato la centralità di strumenti normativi innovativi - come la "Legge Capitali" - per agevolare

I primi contributi interpretativi si sono concentrati sull'impatto di queste tecnologie sulle dinamiche di mercato e sul loro potenziale nel rispondere alle sfide ambientali legate al progresso<sup>2</sup>. Questo dibattito ha indirizzato la riflessione verso l'idea che i nuovi modelli di intermediazione possano offrire soluzioni più efficaci e flessibili rispetto a quelle fornite dagli intermediari creditizi tradizionali.

Tali modelli si caratterizzano per l'offerta di servizi modulari (componibili secondo le esigenze), scalabili (adattabili a volumi e contesti diversi) e orientati al consumo e, grazie a recenti sviluppi normativi - ad esempio nel settore dei pagamenti<sup>3</sup> - consentono anche alle imprese non bancarie di accedere direttamente alle informazioni e ai rapporti bancari dei clienti.

Sorge tuttavia l'interrogativo circa la sopravvivenza del vantaggio competitivo storicamente detenuto dagli enti creditizi<sup>4</sup>, che ha loro consentito di sostenere i costi della vigilanza attraverso risorse altrimenti non disponibili in un regime di pura concorrenza.

A livello europeo, si assiste oggi ad un approccio regolatorio che da un lato riserva certe attività, dall'altro ammette che più soggetti cooperino attraverso piattaforme e strumenti innovativi per rispondere

---

l'accesso delle piccole e medie imprese ai mercati dei capitali, in linea con gli obiettivi della Capital Markets Union. Tali interventi mirano a rimuovere le barriere che ostacolano la crescita di forme di finanziamento alternative rispetto al canale bancario tradizionale, rafforzando così l'efficacia e la sostenibilità del sistema finanziario europeo nel suo complesso.

<sup>2</sup> Cfr. per tutti, F. CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza. Una difficile convergenza*, Milano, 2023 ove l'A. solleva tre sfide: la ricerca dell'equilibrio ecologico, la soluzione della pacificazione energetica e l'arrivo alla sostenibilità economico-finanziaria.

<sup>3</sup> Cfr. E. CERVONE, *Strumenti di pagamento innovativi, interoperabilità e neutralità tecnologica: quali regole e quale governance per un mercato sicuro, efficiente ed innovativo*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, supp. al n. 4, 41 ss.

<sup>4</sup> Cfr. M. MELIA, *Circolarità e traiettorie di marketing esperienziale*, in *Il diritto dell'economia*, 2023, 205 ss. con riferimento allo sviluppo e la crescita di modelli di "business" circolari. Si veda, altresì, A. CANEPA, *Aiuti di stato alle banche e ambito di applicazione del criterio dell'investitore privato*, in *Diritto pubblico comparato ed europeo*, 2014, 1366 ss. per le riflessioni in ordine al principio dell'investitore privato e all'esistenza di un vantaggio, tale da configurarsi come aiuto di stato, in caso di apporto di capitale



alle esigenze del mercato creditizio<sup>5</sup>. Nel nuovo paradigma del servizio decentralizzato le tecnologie non solo supportano ma coordinano l'offerta di servizi paragonabili a quelli bancari tradizionali. Ne consegue che l'intermediazione non è più riconducibile ad un unico soggetto patrimoniale, bensì a un insieme di entità che collaborano per svolgere l'attività. Diversamente, si configurerebbe una vera e propria *fintech credit institution*, soggetta alle linee guida della BCE<sup>6</sup>.

L'evoluzione digitale, avviata con la diffusione dei servizi bancari tramite dispositivi tecnologici<sup>7</sup>, si orienta oggi verso forme sempre più personalizzate, grazie all'uso dei dati raccolti dai *device*, che permettono di creare un rapporto diretto e continuo tra cliente e intermediario<sup>8</sup>. In questo scenario, automazione, digitalizzazione e personalizzazione ridefiniscono le modalità di interazione tra chi dispone di risorse finanziarie e chi ne è privo, dando origine a modelli alternativi rispetto all'intermediazione creditizia tradizionale<sup>9</sup>.

Esistono, inoltre, modelli operativi in cui le banche non utilizzano il "risparmio raccolto" per erogare credito ma svolgono un ruolo di raccordo, facilitando le relazioni tra risparmiatori e prenditori di fondi nonché l'utilizzo delle tecnologie che ne supportano la circolazione.

---

<sup>5</sup>Cfr. V. LEMMA, *Fintech platforms: the role of financial regulation*, in *Open review of management, banking and finance*, 2018; A. MINTO, *FinTech and the "Hunting Technique": How to Hit a Moving Target*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2017.

<sup>6</sup>Cfr. ECB, *Guide to assessments of fintech credit institution licence applications*, 2018, ove si evidenzia che l'aumento delle fintech bank, che utilizzano l'innovazione tecnologica per offrire servizi bancari, porta a un numero crescente di richieste di licenza alla BCE. La BCE assicura che queste banche siano correttamente autorizzate e abbiano sistemi di controllo dei rischi adeguati, applicando gli stessi standard previsti per le altre banche.

<sup>7</sup>Cfr. D. VALIANTE, *La regolazione dell'intelligenza artificiale in finanza: tra rischio e design*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2021/3s, 37 ss.

<sup>8</sup>Cfr. D. ROCCARO, *La chiave di accesso alla "società algoritmica"*, in *Ars Interpretandi*, 2021, 69 ss. sul rapporto tra *device* personali e algoritmi.

<sup>9</sup>Si addivene, quindi, ad un mercato in cui l'aspirante debitore potrebbe percepire il denaro offerto dalle banche e quello reperibile sulle piattaforme alla stregua di perfetti sostituti, dando corso ad una condizione di concorrenzialità piena tra enti sottoposti alle regole della vigilanza prudenziale (e, quindi, ai relativi oneri) e altri soggetti che possono contare su minori costi di esercizio; ciò, a prescindere dalla propensione al rischio degli uni e degli altri; si veda, al riguardo, l'originaria impostazione suggerita in V. LEMMA, *The shadow banking system*, London, 2016.

## 2. Gli strumenti finanziari digitali

Il legislatore europeo con il *DLT Pilot Regime* ha introdotto<sup>10</sup> la nozione di strumento finanziario *DLT*, quale «strumento finanziario (come definito all'art. 4, comma 1, punto 15, della direttiva 2014/65/UE) emesso, registrato, trasferito e stoccato mediante la tecnologia a registro distribuito». La definizione normativa, che costituisce senza dubbio una novità di grande rilievo, è stata recepita a sua volta dal decreto *Fintech*<sup>11</sup>, emesso in attuazione del *DLT Pilot Regime*<sup>12</sup>, e, ancora, è stata inserita nella direttiva *MiFID II*<sup>13</sup>, nonché nell'art. 1, comma 2, del T.U.F. e nel successivo Allegato I.

È stato osservato che la tecnologia *DLT* abbia accresciuto la tassonomia degli strumenti finanziari con una nuova forma, quella digitale, che si affianca a quella cartolare e a quella della dematerializzazione<sup>14</sup>.

---

<sup>10</sup>All'art. 2, par. 1, n. 11.

<sup>11</sup> È il Decreto Legge n. 25 del 17 marzo 2023, avente ad oggetto “Disposizioni urgenti in materia di emissioni e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione *Fintech*”, che è stato convertito con modificazioni nella Legge del 10 maggio 2023, n. 52, pubblicata in G.U. il 15 maggio 2023, n. 112 ed entrata in vigore il 16 maggio 2023.

<sup>12</sup> Entro il 23 marzo 2023 i legislatori nazionali dovevano provvedere ad adottare una disciplina nazionale di emissione e circolazione degli strumenti finanziari digitali. Il *DLT Pilot Regime*, infatti, non ha interessato i profili sostanziali relativi all'emissione e alla circolazione digitale degli strumenti finanziari, posto che nel contesto del c.d. *CSDR (Central Securities Depositories Regulation)* la disciplina della circolazione degli strumenti finanziari è demandata alla normativa dei singoli Stati membri dell'Unione Europea.

<sup>13</sup>L'art. 18, par. 1, n. 1, del Regolamento (UE) 2022/858 ha modificato l'art. 4, par. 1, punto 15 della *MIFID II*, con l'intenzione di incorporare nella nozione di strumento finanziario «qualsiasi strumento riportato nella sezione C dell'allegato I, compresi gli strumenti emessi mediante tecnologia di registro distribuito».

<sup>14</sup> In questo senso G. GITTI, *Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, 13 ss., secondo cui « non si deve commettere l'errore di considerare i *token* e le *Distributed Ledger Technology (DLT)* come fenomeni eversivi degli istituti giuridici consolidati; il profilo di novità che lo sviluppo di tali tecnologie offre consiste semmai in una inedita forma di rappresentazione e circolazione di posizioni giuridiche soggettive note»; in altri termini, «il *token* altro non è che un veicolo digitale che consente l'incorporazione di determinati diritti, permettendone la circolazione semplificata e garantita tramite l'infrastruttura *blockchain*».

L'emissione degli strumenti finanziari attraverso scritturazioni su un registro distribuito per la circolazione digitale rappresenta, cioè, una nuova forma di incorporazione e circolazione dei diritti relativi agli strumenti finanziari, che assume forme innovative dettate dal progresso tecnologico della contemporaneità. Si tratta di un passaggio decisivo che apre le porte alla possibilità, fino ad ora preclusa nel nostro ordinamento, di "tokenizzare" su DLT gli strumenti finanziari.

La novità di legge consente di collocare all'interno della classe tendenzialmente chiusa degli strumenti finanziari quelle cripto-attività che ne abbiano le caratteristiche, ovvero i *security token* (secondo la tradizionale tassonomia delle cripto-attività<sup>15</sup> che distingue tra *utility token*, *security token* e *currency token*) e di superare definitivamente il dibattito sorto in merito alla possibilità di attribuire alle cripto-attività la qualificazione giuridica di strumento finanziario o, piuttosto, come ritenuto dalla giurisprudenza di legittimità, di prodotto finanziario<sup>16</sup>.

---

<sup>15</sup> Il MiCAR, invece, come già osservato, elabora una tassonomia delle cripto-attività parzialmente differente, individuando tre principali categorie di *crypto-asset*: gli "asset referenced tokens" (ART), gli "e-money tokens" (EMT) e gli "othercrypto-assets", categoria residuale della quale fanno parte, sia pure non esaustivamente, anche gli "utility tokens".

<sup>16</sup> In argomento, la Suprema Corte è intervenuta anche di recente, nell'ambito di vicende per le quali è stato configurato il reato di abusivismo dell'attività finanziaria c.d. sollecitatorio previsto dall'art. 166, comma 1, lett. c., T.U.F., ritenendo che le cripto-attività dovessero essere qualificate, ricorrendone le condizioni, non come strumenti finanziari, ma quali prodotti finanziari: v. Cass. pen. 22 novembre 2022, n. 44378, in cui si riconosce nella vicenda l'impiego di capitali da parte degli investitori e l'ottenimento in cambio di cripto-attività specifiche che avrebbero, in un secondo momento, permesso la partecipazione alla piattaforma e avrebbero dato agli investitori la possibilità di ottenere un guadagno dato dal maggior valore dei *token* in caso di successo della piattaforma; in questo senso: Cass. pen. 17 settembre 2020, n. 26807, in *Giur.comm.*, 2022, 928, con nota di F. CONSULICH, *Il diritto penale nell'età del cripto-oro. Gli elementi normativi della fattispecie di abusivismo finanziario tra monete virtuali e investimenti reali*. Per argomentazioni analoghe, si veda Trib. Verona 24 gennaio 2017, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, II, 467, con nota di M. PASSARETTA, *Bitcoin: il leading case italiano*. Si veda anche M. PASSARETTA, *Le valute virtuali in una prospettiva di diritto privato: tra strumenti di pagamento, forme alternative di investimento e titoli impropri*, in S. CAPACCIOLI (a cura di) *Criptoattività, criptovalute e bitcoin*, Milano, 2021, 108 ss. Sotto questo profilo, nel delineare il perimetro dei prodotti finanziari, il legislatore è ricorso ad una indicazione talmente ampia, anzi quasi generica, da focalizzarsi principalmente sull'operazione (l'investimento) e sulla natura finanziaria della medesima: si tratta di attività in cui l'esborso del denaro è finalizzato,

Invero, parte della dottrina<sup>17</sup> già riteneva le cripto-attività riconducibili al novero degli strumenti finanziari, sulla scorta dell'orientamento per cui il carattere tassativo dell'elenco degli strumenti finanziari, contenuto nella Sezione C dell'Allegato I, cui rinvia l'art. 1, comma 2, del T.U.F., sarebbe stato sostanzialmente superato a seguito del recepimento della *MiFID II*: non solo, infatti, l'elencazione può subire un certo allargamento del perimetro degli strumenti finanziari, in virtù di quanto prevede l'art. 18, comma 5, lett. a), del T.U.F.<sup>18</sup>, ma, soprattutto, le nozioni di azioni, obbligazioni, strumenti finanziari partecipativi, valori mobiliari, strumenti del mercato monetario e derivati sono così ampie e flessibili da garantire la

---

almeno in via prevalente, non al mero godimento di un bene o all'utilizzo di un servizio, bensì all'ottenimento di un profitto: A. POMELLI, *I confini della fattispecie "prodotto finanziario" nel Testo Unico della Finanza*, nota a Cass. civ. 17 aprile 2009, n.9316, in *Giur. comm.*, 2010, II, 111 ss. *Contra*, G. BEFANI, *Contributo allo studio sulle criptovalute come oggetto di rapporti giuridici*, in *Il Diritto dell'Economia*, 2019, 381 ss., ove si prospetta una ricostruzione della vicenda in termini di "investimento di consumo" analogamente a quanto avvenuto in occasione del collocamento dei diamanti da investimento, per i quali Consob, con la comunicazione DTC/13038246 del 6 maggio 2013, ha ritenuto che rientra nell'investimento di consumo anche "la spesa essenzialmente finalizzata al godimento del bene", cioè quella propriamente detta a "trasformare le proprie disponibilità in beni reali idonei a soddisfare in via diretta i bisogni non finanziari del risparmiatore", precisando altresì che, ancorché effettuata con l'intento speculativo, "l'eventuale provento percepito con la (proficua) rivendita del bene rappresenta solo una delle possibili modalità di godimento del bene stesso da parte del proprietario".

<sup>17</sup> G. GITTI, cit., 29 ss.

<sup>18</sup> L'art. 18, comma 5, lett. a) del T.U.F. attribuisce al Ministero dell'Economia e delle Finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob, il potere di individuare, al fine di tenere conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività di investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale possono esercitare i nuovi servizi e attività. Con la conseguenza che, anche ad accogliere l'orientamento che valorizzi il carattere tassativo dell'elencazione, si deve riconoscere che l'ordinamento ammette la possibilità che siano creati strumenti atipici e che l'elenco medesimo possa subire ampliamenti; in argomento, si rinvia a N. SALANITRO, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 6; F. CAPRIGLIONE, *I "prodotti" di un sistema finanziario evoluto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 36.

massima apertura verso l'innovazione e l'atipicità del mercato finanziario<sup>19</sup>.

L'introduzione nel nostro ordinamento della nozione di strumento finanziario emesso mediante tecnologia a registro distribuito consente di dare una precisa qualificazione giuridica a quelle cripto-attività che presentino le caratteristiche di strumento finanziario, ma non fornisce alcuna specifica indicazione per poterle riconoscere come tali.

Sul punto giova richiamare un consolidato orientamento dottrinale<sup>20</sup> secondo cui una cripto-attività può costituire per sua natura un *token* di investimento<sup>21</sup> ed essere considerato uno strumento finanziario digitale qualora attribuisca diritti di partecipazione in iniziative economiche<sup>22</sup>. Non è escluso, però, che la cripto-attività non abbia una finanziarietà

---

<sup>19</sup> Cfr. G. GITTI, cit., 30, il quale riporta fra gli esempi la parte finale dell'art 1, comma 1, lett. j, T.U.F., che include fra gli strumenti finanziari anche gli "altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure diversi da quelli indicati nelle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati o eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a richiami regolari dei margini". La possibile sovrapposizione tra strumenti finanziari e prodotti finanziari, conseguenza dell'elasticità della nozione di strumento finanziario è affrontata da questa dottrina sul piano della disciplina, individuando nei prodotti finanziari quegli strumenti che al momento della loro emissione non siano "in base ad una valutazione prospettica *ex ante*, condotta secondo un criterio di ragionevolezza, potenzialmente negoziabili sui mercati dei capitali e quindi sottoposti alla disciplina dei servizi di investimento". In punto di disciplina, infatti, si può osservare che nella definizione di "servizi ed attività di investimento" di cui all'art. 1, comma 5, T.U.F. è espressamente previsto che tali servizi ed attività debbano avere ad oggetto strumenti finanziari (e non prodotti finanziari).

<sup>20</sup> In dottrina R. LENER, *Cripto-attività e criptovalute alla luce degli ultimi orientamenti comunitari*, in *Giur. Comm.*, 2023, p. 378.

<sup>21</sup> I *token* di investimento sono cripto-attività che attribuiscono ai titolari diritti di natura amministrativa (diritto di voto), diritti di natura patrimoniale (diritto agli utili) e diritti a contenuto complesso amministrativo e patrimoniale (diritto di opzione) della società emittente. Questa categoria è ulteriormente suddivisa in: *equity token*, qualora ai titolari spettano diritti analoghi a quelli attribuiti agli azionisti; *token di debito* equivalenti alle obbligazioni; *security token*, categoria residuale comprensiva di tutti gli altri *token* che sono comunemente offerti al pubblico.

<sup>22</sup> Sugli elementi caratteristici (finanziarietà, serialità e negoziabilità) degli strumenti finanziari si veda M. CIAN, *La nozione di cripto-attività nella prospettiva del MiCAR. Dallo strumento finanziario al token, e ritorno*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, n. speciale - 2022, 61 ss.

intrinseca, ma assuma tale carattere in virtù delle condizioni di contesto nelle quali è scambiata e precisamente, come sostenuto da autorevole dottrina<sup>23</sup> e dalla giurisprudenza<sup>24</sup>, quando l’offerta al pubblico e la negoziazione di cripto-valute abbiano una causa contrattuale di natura finanziaria, il che si verifica in presenza di alcuni presupposti, quali: l’impiego del capitale; la promessa/aspettativa di rendimento di natura finanziaria; l’assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all’impiego del capitale<sup>25</sup>.

---

<sup>23</sup> In tal senso si esprime M. CIAN, *Noterelle su finanziarietà e non finanziarietà nei crypto-assets: la Suprema Corte sulla natura del servizio di exchange*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2023, 7, per il quale le cripto-attività assumono funzione finanziaria in quanto vengano collocate in (o destinati a) un contesto di mercato tale da attribuire alla loro offerta e negoziazione carattere eminentemente speculativo. Si veda del medesimo Autore, *La criptovaluta. Alle radici dell’idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, cit., 328 e *La nozione di criptoattività nella prospettiva del MiCAR. Dallo strumento finanziario al token, e ritorno*, cit., 63.

<sup>24</sup> Come statuito dalla Corte di Cassazione « La causa negoziale è finanziaria allorché la ragione giustificativa del contratto, e non il suo semplice motivo interno privo di rilevanza qualificante, consiste proprio nell’investimento del capitale (il «blocco» dei risparmi) con la prospettiva dell’accrescimento delle disponibilità investite, senza l’apporto di prestazioni da parte dell’investitore diverse da quella di dare una somma di denaro», cfr. Cass. civ., Sez. II, sentenza 5 febbraio 2013, n. 2736, in *Giust. civ.*, 2013.

<sup>25</sup> Non è mancato un orientamento diverso della Corte di Cassazione, che ha asserito l’applicabilità della normativa finanziaria alle criptovalute qualora esse siano offerte al pubblico con modalità che enfatizzano la possibilità per gli acquirenti di conseguire ritorni economici collegati all’acquisto e alla rivendita della criptovaluta. Vedi Cass. pen., Sez. II, 17 settembre 2020, n. 26807, in *Giur. comm.*, 2022, 928 s., con nota di F. CONSULICH, *Il diritto penale nell’età del cripto-oro. Gli elementi normativi della fattispecie di abusivismo finanziario tra monete virtuali e investimenti reali*, ivi, 929 ss., e con nota di F. DALAITI, *Criptovalute e abusivismo finanziario: cripto-analogia o interpretazione estensiva*, in *Sistema Penale*, 2021, 37 ss.; Cass. pen., Sez. II, 10 novembre 2021, n. 44337, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, 1 ss., con nota di M. CIAN, *Noterelle su finanziarietà e non finanziarietà nei crypto-assets: la Suprema Corte sulla natura del servizio di exchange*, cit., 3 ss.; M. GUASTADISEGNI, *Criptovaluta e prodotto finanziario: l’eterno ritorno alla causa negoziale*, in *Danno e resp.*, 2022, 494 ss., e A. QUATTROCCHI, *La natura proteiforme delle criptovalute al crocevia della tutela penale del mercato finanziario*, in *Giur. it.*, 5, 2022, 1214 ss.; da ultimo, Cass. pen., Sez. II, 22 novembre 2022, n. 44378, con nota di F. CASCINELLI e F. DELLA SCALA, *Crypto assets: prime considerazioni sulla più recente sentenza della Cassazione*, in *dirittobancario.it*, 25 novembre 2022.

È compito dell'interprete analizzare il caso concreto per individuare le caratteristiche che permettono di classificare le cripto-attività come strumenti finanziari digitali. Si pensi alle "raccolte di fondi" da parte di piattaforme che promuovono e collocano, con tecniche di comunicazione a distanza, cripto-attività pubblicizzate come veri e propri strumenti di investimento, attività che è comunque soggetta a precisi adempimenti di legge<sup>26</sup>, in violazione dei quali si perfeziona il reato di abusivismo dell'attività finanziaria c.d. sollecitatoria<sup>27</sup>. In un'operazione di questo genere, il collocamento di cripto-attività evidenzia la presenza degli elementi distintivi dell'investimento finanziario, in quanto i soggetti interessati all'investimento: *i*) erogano capitali (anche sotto la forma di cripto-valuta); *ii*) hanno l'aspettativa di ottenere un rendimento; *iii*) assumono un rischio connesso al capitale investito<sup>28</sup>.

Dunque, se la cripto-attività non risulta utilizzata come mezzo di scambio, ma viene pubblicizzata come proposta di investimento, devono trovare applicazione le norme contenute negli artt. 91 ss. T.U.F., in tema di tutela degli investitori, con il conseguente innalzamento degli obblighi informativi nei confronti degli investitori, rispetto al solo ricorso al *white paper*; ciò allo scopo di consentire al pubblico di conoscere i contenuti dell'operazione e di maturare una scelta negoziale meditata, così come avviene per le altre forme di investimento.

La mancanza di un criterio chiaro per identificare gli strumenti finanziari digitali può rappresentare un problema, soprattutto perché i metodi innovativi per raccogliere fondi sul mercato dei capitali e finanziario sono in costante cambiamento. Questo può portare a situazioni ambigue, ad esempio quando vengono emessi *utility token* che danno accesso a servizi o prestazioni su una piattaforma, ma l'operazione complessiva ha una vera natura finanziaria.

---

<sup>26</sup> *Ex* artt. 91 ss. T.U.F.

<sup>27</sup> Vedi art. 166, comma 1, lett. c, T.U.F.

<sup>28</sup> Cass. pen. 22 novembre 2022, n. 44378, cit.; per argomentazioni analoghe, si veda Trib. Verona 24 gennaio 2017, cit.; cfr. R. LENER, *Cripto-attività e criptovalute allaluce degli ultimi orientamenti comunitari*, in M. CALLEGARI, S.A. CERRATO e E.R. DESANA (a cura di) *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, Torino, III, 2022, 2112.

Richiamando ancora una volta la tradizionale tassonomia delle cripto-attività, si può osservare che mentre la distinzione tra *security token* e *currency token* (o *payment token*) non crea particolari difficoltà, non sempre è agevole quella tra i *security token* e gli *utility token*. Per quanto riguarda gli strumenti di pagamento, è già la legge che conferma, in termini generali, che essi vanno esclusi dal novero degli strumenti finanziari, ai sensi dell'art. 1, comma 2, T.U.F.<sup>29</sup>. A ciò si aggiunge, in concreto, che quando manca l'aspetto dell'investimento e le criptovalute vengono impiegate in un'operazione non speculativa, esclusivamente per permettere al compratore di adempiere all'obbligazione derivante dall'acquisto di un bene o servizio, le criptovalute sono chiaramente utilizzate come mezzo di scambio. In questo caso, non rappresentano un investimento finalizzato a ottenere un guadagno futuro, ma svolgono semplicemente una funzione di consumo.

Più difficoltosa, invece, è la distinzione tra i *security token* e gli *utility token*. Un'operazione formalmente classificata come *ICO* di *utility token* potrebbe presentare caratteristiche diverse dalla semplice distribuzione di beni o servizi futuri legati all'ecosistema della piattaforma di emissione. In alcuni casi, può configurarsi come un mezzo di finanziamento per un progetto imprenditoriale, con l'aspettativa di un guadagno derivante dall'attività altrui, assumendo così le caratteristiche di *security token*. In questo contesto appare condivisibile la posizione di quella parte della dottrina che sostiene la necessità di sottoporre i *token* alla regolamentazione dei mercati finanziari, effettuando un'analisi caso per caso basata sulla struttura economica dell'operazione<sup>30</sup>. In tal caso, anche se il rapporto

---

<sup>29</sup> L'assenza dell'elemento costituito dall'investimento, d'altra parte, esclude pure che i mezzi di pagamento siano annoverabili nella più ampia categoria dei prodotti finanziari, dato appunto che non costituiscono una (altra) forma di investimento finanziario (art. 1, comma 1, lett. u, T.U.F.).

<sup>30</sup> Cfr. P. HACKER, C. THOMALE, *Cryptosecurities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *European Company and Financial Law Review*, 15, 2018, 645 ss.; C. SANDEI, *Le Initial Coin Offering nel prisma dell'ordinamento finanziario*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, 2, 409. A conferma dell'validità di un approccio di carattere sostanzialistico si pongono le recenti considerazioni del Regolatore europeo nell'ambito del *Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on markets in crypto-assets and amending Directive (EU) 2019/1937* del 17 marzo 2022, reperibile su



sottostante può essere formalmente ricostruito come una compravendita di beni o servizi futuri (*utility token*), è necessario verificare se l'operazione preveda un potenziale profitto finanziario e un livello di rischio simile a quello degli strumenti finanziari. In tal caso, potrebbe essere necessario applicare una regolamentazione analoga a quella prevista per gli strumenti finanziari. Da questa prospettiva, se i prodotti, i servizi o le piattaforme destinati ai titolari dei *token* devono ancora essere significativamente sviluppati, oppure i servizi saranno erogati in un futuro lontano, l'operazione è più probabilmente un mezzo di finanziamento per l'impresa emittente.

### 3. *Un tertium genus nella gestione degli strumenti finanziari fondato sulla tecnologia a registro distribuito*

Il decreto *Fintech*, introducendo una nuova disciplina riguardante l'emissione degli strumenti finanziari attraverso scritturazioni su un registro distribuito in formato digitale, ha dato origine ad un *tertium genus* di regime rispetto ai “certificati cartacei” e alle “registrazioni contabili” del sistema dematerializzato di gestione accentrata che fa capo ad un depositario centrale<sup>31</sup>.

---

[https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2022-0052\\_EN.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2022-0052_EN.html): in particolare, si veda l'art. 2, par. 2a, in cui si osserva che le cripto-attività che hanno le medesime caratteristiche degli strumenti finanziari devono essere trattate come questi ultimi, indipendentemente dagli aspetti formali. Si osserva, in particolare che allo stesso tempo, si affida ad ESMA il compito di curare la creazione di standard tecnici, precisando i criteri e le condizioni per stabilire quando una cripto-attività debba essere considerata sostanzialmente equivalente a uno strumento finanziario.

<sup>31</sup> Gli strumenti finanziari dematerializzati sono disciplinati dagli artt. 83-*bis* e seguenti del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 e dalle relative disposizioni attuative, attualmente contenute nel Provvedimento Consob-Banca d'Italia del 13 agosto 2018 (c.d. regolamento sul *post trading*). La relativa disciplina è modellata su quella dei titoli di credito e al modello cartolare si riferiscono dottrina e giurisprudenza ai fini dell'interpretazione delle relative disposizioni, nonché per colmare le lacune. Sulla disciplina degli strumenti finanziari dematerializzati, v. M. CIAN, *Titoli dematerializzati e circolazione «cartolare»*, Milano, 2001; ID., *Dematerializzazione*, in *Enc. dir.*, II, Milano, 2008, 313; ID., *Note sui rapporti tra il nuovo diritto societario e il regime di dematerializzazione*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 315; M.C. CARDARELLI, *L'azione dematerializzata*, Milano, 2001; M. CALLEGARI, *Profili sistematici della dematerializzazione degli strumenti finanziari*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale. I titoli di credito*, Padova, 2006, 146 ss.; G.P. LA SALA,

Il Governo è intervenuto con un decreto d'urgenza, in attuazione del Regolamento (UE) 2022/858, al fine di evitare che gli operatori italiani del mercato si trovassero in una situazione di svantaggio competitivo rispetto agli operatori di altri Stati membri a causa della mancanza in Italia di una disciplina che rendesse possibile la *tokenizzazione* di strumenti finanziari<sup>32</sup> e l'utilizzo della tecnologia a registro distribuito *DLT* per la relativa circolazione.

Dopo l'emanazione del Regolamento (UE) 2022/858 è risultato subito evidente che la sua introduzione avrebbe incontrato un ostacolo insormontabile nel nostro sistema normativo<sup>33</sup> e, precisamente, nel fatto

---

*L'acquisto a non domino di strumenti finanziari dematerializzati*, Campobasso, 2012; P. MARANO, *La circolazione delle azioni dematerializzate e la disciplina dei mercati*, Milano, 2013; M. CIAN, R. LENER e P. MARANO, *Disciplina della gestione accentrata*, in R. LENER (a cura di) *Delle promesse unilaterali dei titoli di credito (artt. 1987-2027)* in E. GABRIELLI (diretto da) *Commentario del codice civile*, Torino, 2015, 572; F. MARTORANO, *Titoli di credito dematerializzati*, Milano, 2020.

<sup>32</sup>In questo senso v. l'Audizione del Commissario della Consob P. CIOCCA alla VI Commissione Finanze su "Pacchetto Finanza Digitale", dell'8 giugno 2021, reperibile in [www.consob.it](http://www.consob.it), dove espressamente si dice che: «Occorre quindi introdurre al più presto un nuovo quadro normativo che, modificando il codice civile ed il TUF, preveda uno specifico regime per l'emissione e circolazione dei titoli in forma digitale. Questo tassello nazionale è una *conditio sine qua non* per costruire un mercato attrattivo e affidabile. L'inerzia in questo contesto non è un'opzione: senza un'adeguata e tempestiva cornice giuridica verremmo relegati a mero mercato di sbocco, senza fruire dei benefici del nuovo sistema. Ed il tempo di questi nuovi mercati è dettato dall'effetto rete e dalle dinamiche di piattaforma, che quindi conducono – soprattutto per le nuove infrastrutture – alla veloce nascita di monopoli naturali. Il vantaggio per i *first mover* è determinante»; si veda ulteriormente nello stesso senso Piano strategico 2022-24 della Consob, in [www.consob.it](http://www.consob.it), 2, 3, 14, ove si fa riferimento ad una propria proposta normativa per introdurre nella legislazione nazionale regole di utilizzo della *DLT* nella emissione e circolazione di *security tokens* alternative alle emissioni in forma cartolare e in gestione accentrata.

<sup>33</sup> Cfr. R. FAVA, *La nuova forma di "incorporazione" digitale degli strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2024, 126 s. Cfr. anche N. DE LUCA e M. DE MARI, *Azioni tokens come fattispecie "nativa"* in *Quaderni Giuridici Consob*, 2023, 102, i quali riconoscendo i vantaggi che potrebbero derivare dall'applicazione della tecnologia *DLT* al *post-trading*, affermano che « non pare allo stato possibile soddisfare il precetto dell'art. 83-bis TUF attraverso la creazione di una rete *blockchain* e l'emissione di *tokens* rappresentativi di azioni dematerializzate. Il sistema attuale è infatti per legge imperniato sulla gestione accentrata: centralizzazione che, come è stato evidenziato, verrebbe di fatto superata con la tecnologia *DLT*, atta a privare di funzione non solo gli intermediari, bensì anche il

che il regime di forma e circolazione delle azioni quotate, tipizzato dal legislatore, prevede che le azioni ammesse alla negoziazione possono esistere solo in forma scritturale<sup>34</sup> presso un depositario centrale e che la circolazione dematerializzata è necessariamente intermediata da più figure soggettive (il depositario centrale e gli intermediari). L'art. 83-*quater* TUF, al comma 1, stabilisce che il trasferimento degli strumenti finanziari soggetti alla sua disciplina, così come l'esercizio dei relativi diritti patrimoniali, può avvenire solo tramite gli intermediari.

L'introduzione di un regime di circolazione basato sulle tecnologie a registro distribuito rappresenta, invece, una vera rivoluzione dei mercati finanziari in quanto queste tecnologie consentono lo scambio diretto di strumenti digitali tra le parti, anche tra soggetti sconosciuti e senza una relazione fiduciaria, senza la necessità di entità centralizzate, in modo continuo e, soprattutto, senza la necessità di intermediazione<sup>35</sup>.

Se dal punto di vista logico e concettuale non sembra esservi differenza tra la forma di emissione e circolazione dei titoli dematerializzati e quella degli strumenti finanziari basati su *DLT*, poiché in entrambi i casi il titolo non viene emesso in forma cartacea e circola sulla base di un sistema di registrazioni, da un punto di vista normativo, invece, non potevano essere considerate compatibili con il *DLT Pilot Regime* le regole degli strumenti finanziari dematerializzati *ex* articolo 83-*bis* TUF<sup>36</sup>, in quanto la registrazione su un'infrastruttura di mercato basata su *DLT* non può essere assimilata alle registrazioni

---

depositario e le controparti centrali, se non addirittura a rimpiazzare l'intero attuale sistema di *trading* e *post-trading* ».

<sup>34</sup>Sull'obbligo di documentazione scritturale degli strumenti finanziari quotati diffusi cfr. M. CIAN, *Commento agli artt. 83-bis, 83-ter, 83-quater T.U.B.*, in P. ABBADESSA e G.B. PORTALE (diretto da) *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, Milano, 2016, 3719, secondo il quale sarebbe nulla, o meglio inefficace, la clausola statutaria che *ex* art. 2346 c.c. prevedesse la non emissione e la semplice annotazione nel libro soci delle azioni quotate.

<sup>35</sup>E. NOBLE, *Crypto-Assets, Distributed Ledger Technologies and Disintermediation in Finance: Overcoming Impediments to Scaling: A View from the EU*, Springer International Publishing, 2021, 200.

<sup>36</sup>Sul punto cfr. N. DE LUCA, *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza assente*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, 101, che sottolinea come il sistema attuale di dematerializzazione sia per legge imperniato sulla gestione accentrata che verrebbe di fatto superata con la tecnologia *DLT*, atta a privare di funzione non solo gli intermediari, ma anche il depositario e le controparti centrali.

scritturali sui conti dei depositari centrali e degli intermediari, come previsto dall'articolo 83-*quater* del TUF<sup>37</sup>.

Il decreto *Fintech* non solo ha risposto all'esigenza, imposta dal regolamento *Pilot*, di adottare una disciplina applicabile alle infrastrutture di mercato *DLT*, ma ha introdotto una regolamentazione più completa ed organica, capace di presidiare il delicatissimo ruolo di affidabilità nella emissione, rappresentazione, circolazione e legittimazione di strumenti finanziari *DLT*.

Il regime di circolazione basato sulle tecnologie a registro distribuito, introdotto dal decreto *Fintech*, costituisce un ulteriore sistema di gestione alternativo al sistema cartolare e al sistema di gestione dematerializzata.

Nella loro alternatività le forme di gestione rispondono a differenti esigenze di tutela. In passato, mentre il sistema cartolare ha inteso facilitare la circolazione della ricchezza nelle dinamiche di rapporti bilaterali<sup>38</sup>, il regime di dematerializzazione ha inteso presidiare gli interessi collettivi del risparmio e della provvista di capitale delle imprese, nonché degli intermediari finanziari<sup>39</sup>.

Attualmente, il processo di digitalizzazione degli strumenti finanziari amplia la platea degli investitori e consente una mobilitazione della ricchezza più rapida, facendo emergere nuove esigenze di tutela di fronte alle quali i presidi tradizionali appaiono inadeguati per l'emersione di innovative modalità di intermediazione e di compromissione di interessi<sup>40</sup>.

Del resto, va evidenziato che le forme alternative di gestione non sono riconducibili entro una categoria unitaria, quella dei titoli di credito, sebbene presentino caratteri somiglianti<sup>41</sup>. E, infatti, le

---

<sup>37</sup> In questo senso, v. N. DE LUCA e M. DE MARI, cit., 111.

<sup>38</sup> P. SPADA, *La circolazione della "ricchezza assente" alla fine del Millennio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, p. 408; M. COSSU e P. SPADA, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 408.

<sup>39</sup> M. CIAN, *Strumenti finanziari dematerializzati, diritto cartolare e diritto societario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, 11 ss.

<sup>40</sup> L. PICARDI, *Nuove prospettive nella raccolta del risparmio e ordine del mercato*, in *Riv. trim. dir. econ.*, Suppl. 3 al n. 1, 2022, 40.

<sup>41</sup> Con riferimento al regime scritturale, introdotto con il d.lgs. 25 giugno 1998, n. 213, e all'impossibilità di qualificare il titolo azionario dematerializzato come titolo di credito, si veda G. GUIZZI, *Il titolo azionario come strumento di legittimazione. La*

specifiche caratteristiche e modalità di funzionamento dei diversi sistemi di gestione non consentono una loro speculare sovrapposizione, né favoriscono un intervento meramente correttivo delle disposizioni del codice civile e del TUF. Sono facilmente individuabili alcuni caratteri discriminanti.

Nel regime cartolare il trasferimento del titolo nominativo cartolare può avvenire mediante: (i) girata autenticata da un notaio o da un agente di cambio<sup>42</sup>; (ii) autenticazione del nome dell'acquirente sul titolo e nel registro dell'emittente o col rilascio di un nuovo titolo intestato al nuovo titolare. Entrambe le modalità di circolazione richiedono l'esistenza fisica di un documento, incompatibile con le movimentazioni digitali su *DLT*, sulla quale vi è esclusivamente la connessione dei nodi/*server* che si scambiano in maniera diffusa e generalizzata le informazioni sulle operazioni concluse<sup>43</sup>.

Parimenti, il regime *DLT* non è sempre in linea con il sistema di dematerializzazione, che richiede necessariamente l'esistenza del depositario centrale e la duplice scritturazione contabile dello strumento finanziario presso il conto dell'intermediario e presso il depositario centrale. L'art. 4, par. 2, del *DLT Pilot Regime* stabilisce, infatti, che l'autorità competente possa autorizzare il gestore di un sistema multilaterale di negoziazione *DLT* ad ammettere persone fisiche a negoziare per conto proprio in qualità di membri o partecipanti purché tali persone soddisfino determinati requisiti<sup>44</sup>. Nel medesimo

---

*circolazione delle azioni tra diritto cartolare, diritto comune e diritto del mercato finanziario*, Milano, 2000, 70 ss.

<sup>42</sup>Exartt. 2023 e 2055, comma 2, c.c.

<sup>43</sup> Vedi art. 3 Decreto *Fintech*.

<sup>44</sup>La disposizione citata richiede che i partecipanti: «a) godano di sufficiente buona reputazione; b) dispongano di un livello sufficiente di capacità, competenza ed esperienza di negoziazione, compresa la conoscenza del funzionamento della tecnologia a registro distribuito; c) non siano *market maker* nell'*MTF DLT*; d) non utilizzino una tecnica di negoziazione algoritmica ad alta frequenza nell'*MTF DLT*; e) non forniscano ad altre persone l'accesso elettronico diretto all'*MTF DLT*; f) non negozino per proprio conto quando eseguono ordini dei clienti sull'infrastruttura di mercato *DLT*; e g) abbiano dato un consenso informato alla negoziazione nell'*MTF DLT* in qualità di membri o partecipanti e siano stati informati dall'*MTF DLT* dei potenziali rischi connessi all'utilizzo dei suoi sistemi per negoziare strumenti finanziari *DLT*. In tali ipotesi l'autorità competente può richiedere al gestore di predisporre misure supplementari di protezione degli investitori non professionali, proporzionate al profilo di rischio dei membri o dei partecipanti».

senso, l'art. 17 del Decreto *Fintech* dispone che i mezzi di accesso agli strumenti finanziari digitali possano essere controllati esclusivamente dal titolare dello strumento finanziario digitale, ovvero senza il ricorso ad un intermediario che si frapponga tra investitore e registro.

Queste differenti tecniche di gestione incidono sulla legittimazione dei titolari degli strumenti finanziari ad esercitare i relativi diritti tanto da prefigurare il superamento della neutralità dei sistemi di gestione, ovvero dell'equivalenza funzionale delle tecniche di gestione esistenti con le regole proprie della tecnologia a registro distribuito<sup>45</sup>.

Pur potendosi oggi evidenziare alcune difficoltà di coordinamento nell'ambito dell'ordinamento finanziario tra le nozioni di “strumento finanziario”, di “strumento finanziario *DLT*” e di strumento finanziario digitale”, nonché alcune lacune di disciplina<sup>46</sup>, il decreto *Fintech* offre un quadro giuridico corretto ed esaustivo del fenomeno, nella consapevolezza di quanto sia velleitario ambire a disciplinare la tecnologia *DLT* poiché è per sua natura mutevole, variegata e plurale.

Il legislatore italiano, tra i vari modelli regolatori che avrebbe potuto adottare (di diritto civilistico, societario ovvero di diritto finanziario; o ancora di intervento *ex ante* o *ex post*), con il decreto *Fintech* ha preferito ad una disciplina di dettaglio della infrastruttura giuridico-tecnologica un intervento regolamentare avente ad oggetto la *governance* del sistema *DLT* o, per meglio dire, “dei nuovi intermediari” che su quella infrastruttura si muovono a vario titolo, fissando i paletti a cui devono attenersi le infrastrutture tecnologiche che, di volta in volta e caso per caso, vengono adottate dagli emittenti

---

<sup>45</sup> Sul concetto di neutralità in virtù del quale i meccanismi di legittimazione del sistema di gestione accentrata sono funzionalmente equivalenti rispetto a quelli di legittimazione cartolare si vedano R. LENER, *La «dematerializzazione» dei titoli azionari e il sistema Monte Titoli*, Milano, 1989, 89 ss.; C. ANGELICI, *La legittimazione dell'azionista nel sistema monte titoli*, in *Riv. dir. civ.*, 1988, 254 ss.; M. SANGIORGIO, *Problemi e prospettive della dematerializzazione*, in *Riv. dir. impr.*, 1991, 74 ss.; F. MARTORANO, voce *Titoli credito: g) titoli di gestione accentrata (Monte Titoli)*, in *Enciclopedia del diritto*, XLIV, Milano, 1992, 651 ss.; M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, Torino, 2012, 155 ss.

<sup>46</sup> Pare infatti mancare, ad esempio, una più articolata disciplina di coordinamento con la fase di custodia da parte dei *digital wallet*, così come la previsione di un esplicito regime di segregazione degli strumenti finanziari digitali detenuti (registrati) per conto dei “soggetti a favore dei quali è effettuata la registrazione”.

o dai responsabili dei registri. Certamente la verifica che la Consob è chiamata ad effettuare, ai sensi dell'art. 20 del decreto *Fintech*, è impegnativa dal momento che bisogna valutare se soluzioni tecnologiche complesse siano conformi ed adeguate rispetto agli effetti giuridici che da esse dovrebbero prodursi. Si tratta di una verifica da effettuare caso per caso per ogni infrastruttura sottoposta a valutazione, ciascuna delle quali può essere caratterizzata da modelli operativi e funzionali, da algoritmi, protocolli informatici/crittografici, *smart contracts* e modelli di *digital wallet* anche molto diversi tra loro e non, come avvenuto a suo tempo per il sistema della dematerializzazione, con riguardo ad un unico standard tecnologico/normativo preventivamente validato e poi imposto *ex lege*. E in tal senso appare più che opportuna la possibilità di fare ricorso, da parte della Consob, a revisori indipendenti, a spese del soggetto istante, per effettuare la suddetta verifica, di cui all'art. 20 del decreto.

Il decreto *Fintech* non specifica la natura e la fonte della disciplina che andrà a regolare la specifica emissione di strumenti finanziari digitali, disciplina che appare di natura contrattuale. Il decreto *Fintech* si limita a prevedere la necessità che venga redatto e reso pubblico, da parte del responsabile del registro, un documento che contenga le informazioni relative alle modalità operative del registro e ai dispositivi di tutela della sua operatività. Sarebbe stato forse più opportuno sancire esplicitamente la natura contrattuale e – ove applicabile – statutaria<sup>47</sup> di tale disciplina, prevedendo espressamente che oggetto di istruttoria ai sensi dell'art. 20 dovesse essere anche la complessiva intelaiatura negoziale e statutaria che si intenda adottare da parte dell'emittente/responsabile del registro.

#### 4. Conclusioni

Il passaggio alla dimensione digitale mediante “scritture su un registro per la circolazione digitale” – segnato dal decreto *Fintech* – risulta per certi aspetti analogo al passaggio dalla dimensione cartolare tradizionale a quella dematerializzata, avvenuto nel nostro ordinamento

---

<sup>47</sup> Negli articoli 14 e 15 del decreto *Fintech* ci si limita a richiamare la necessità di un'apposita disposizione statutaria esclusivamente in merito alla “strategia di transizione” e al “mutamento del regime di forma e circolazione”.

sul finire degli anni Novanta del secolo scorso ad opera del d.lgs. 213/1998 (c.d. Decreto Euro)<sup>48</sup>.

Le nuove disposizioni definiscono un sistema di regole equivalenti a quelle previste nei regimi cartolari e scritturali in merito a legittimazione, effetti del possesso in buona fede ed eccezioni opponibili<sup>49</sup>. Dal punto di vista concettuale, la nuova regolamentazione può quindi essere analizzata alla luce dell'elaborazione dottrinale già sviluppata in occasione del passaggio dal sistema cartolare alla dematerializzazione<sup>50</sup>.

Sotto il profilo funzionale, invece, si dovrà verificare se i registri digitali siano in grado di svolgere le funzioni tradizionalmente associate ai sistemi cartolari e scritturali, mantenendo l'efficacia e la trasparenza necessarie per tutelare i diritti dei soggetti coinvolti. Si dovrà, cioè,

---

<sup>48</sup> In questo senso N. DE LUCA e M. DE MARI, cit., p. 112; v. anche P. CARRIÈRE, *Il fenomeno delle cripto-attività (crypto-assets) in una prospettiva societaria*, in *Banca imp. soc.*, 2020, 493, il quale conviene che il passaggio alla tecnologia DLT risulterebbe meno impegnativo dal punto di vista concettuale rispetto a quello operato in passato tra la dimensione cartolare e quella dematerializzata. L'intervento legislativo del 1998 ha consentito di sostituire l'emissione e la circolazione del documento cartaceo con un'emissione e una circolazione effettuate tramite sistemi elettronici di scritturazione contabile. La disciplina prevista dal Titolo V (art. 28-38) del c.d. decreto Euro dettata con riferimento agli strumenti finanziari dematerializzati e alle relative registrazioni contabili elettroniche ha consentito la produzione di effetti equivalenti a quelli previsti dalla disciplina codicistica dei titoli di credito nell'ambito della gestione accentrata. Il Titolo V (art. 28-38) è stato abrogato dal d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 "Attuazione della direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate", che ha poi inserito la relativa disciplina nel titolo II, della parte III del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dagli artt. 79-*quater* e ss. La disciplina sulla dematerializzazione prevede l'accensione presso l'intermediario di conti separati per ciascun titolare di strumenti finanziari dematerializzati con registrazione degli atti aventi ad oggetto gli strumenti nei medesimi conti. Alla registrazione sono ricollegati effetti giuridici paragonabili a quelli propri del possesso dei titoli di credito: in particolare, essa attribuisce al titolare degli strumenti finanziari la legittimazione all'esercizio dei relativi diritti, nonché al compimento di atti di disposizione (art. 83 *quinquies*, comma 1, del TUF). A seguito dell'avvenuta scritturazione nel registro, il soggetto in favore del quale è stata effettuata l'acquisto la legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari digitali che ne sono oggetto, secondo la disciplina propria di essi e delle disposizioni del decreto in esame.

<sup>49</sup> Cfr. artt. 5, 6, 7, 8 e 9 del decreto *Fintech*.

<sup>50</sup> Vedi R. LENER, *La "dematerializzazione" dei titoli di credito azionari e il sistema Monte Titoli*, cit., 138.



verificare se i registri digitali siano idonei ad assolvere efficacemente alle funzioni di: (i) documentazione della titolarità dello strumento finanziario digitale, in particolare di quello rappresentativo della partecipazione societaria, tenendosi conto del requisito della “nominatività” obbligatoria sancito per le azioni societarie (con l’eccezione delle azioni di risparmio e di quelle emesse dalle Sicav o dalle Sicaf); (ii) legittimazione all’esercizio dei diritti incorporati nello strumento finanziario digitale; (iii) creazione e documentazione di vincoli e garanzie sugli strumenti finanziari digitali affinché tali vincoli siano opponibili ai terzi in modo efficace.

Inoltre, dovrà essere verificata la scelta di procedere alla rimozione degli obblighi di dematerializzazione presso un depositario centrale previsti dal Regolamento (UE) n. 909/2014 e dall’art. 83-*bis* del T.U.F. quando i valori mobiliari sono negoziati in una sede di negoziazione (ossia un mercato regolamentato – un *MTF*).

Come noto, le azioni negoziate o destinate alla negoziazione nelle cosiddette sedi di negoziazione devono essere dematerializzate presso un depositario centrale (ai sensi dell’art. 83-*bis*, comma 2, T.U.F.). La dematerializzazione riguarda la fase di *post-trading* e non influisce sulle modalità di circolazione nella fase di *trading*. Il depositario centrale, su richiesta degli intermediari, accende conti destinati a registrare i movimenti delle azioni immesse nel sistema e disposti attraverso gli stessi intermediari<sup>51</sup>. Gli intermediari, a loro volta, aprono e gestiscono i conti di dettaglio che identificano gli azionisti e le azioni in loro possesso<sup>52</sup>. Il trasferimento delle azioni avviene mediante la scritturazione sui conti di dettaglio, destinati a registrarne i movimenti, e, se le azioni sono nominative, la scritturazione sul conto equivale alla girata<sup>53</sup>.

Si parla solitamente di “forma scritturale” e la scritturazione in addebito o in accredito è conseguenza di un ordine, di acquisto o di vendita (ed eventualmente congiunto), impartito dal titolare del conto al proprio intermediario nelle forme stabilite dal Regolamento, che disciplina l’operatività della piattaforma telematica gestita dalla *Euronext Securities Milan spa*, che attualmente funge da depositario

---

<sup>51</sup> Ai sensi dell’art. 83-*quater*, comma 2, c.c.

<sup>52</sup> Ai sensi dell’art. 83-*quater*, comma 3, c.c.

<sup>53</sup> Si veda art. 2355, comma 5, c.c.

centrale titoli per il mercato finanziario italiano e sulla quale avvengono le operazioni di *clearing* in Italia. Tutti gli ordini sono telematici e divengono irrevocabili con l'apposizione del “*time stamp* di definitività”, vale a dire un timbro elettronico che riporta il giorno, l'ora, il minuto e il secondo dell'immissione dell'ordine di trasferimento, ai sensi dell'art. 2, d.lgs. 12 aprile 2001, n. 210. L'ordine trasmesso all'intermediario è soggetto alla necessaria intermediazione e alla complessità tecnica del sistema, che inevitabilmente ha i suoi costi operativi.

L'art. 3, comma 2, del decreto *Fintech* stabilisce, invece, che agli strumenti finanziari digitali non si applicano gli obblighi di dematerializzazione presso un depositario centrale, previsti in via secondaria dal Provvedimento Unico sul *Post-trading* della Consob e della Banca d'Italia, adottato in attuazione dell'articolo 83-*bis*, comma 2, del T.U.F. Tale aspetto è connesso alla struttura distribuita dei registri, tramite i quali deve avvenire l'emissione e la circolazione, nonché alla scelta del *DLT Pilot Regime* di consentire che gli strumenti finanziari digitali possano essere detenuti direttamente dagli investitori, ossia senza il ricorso a un soggetto “intermediario” che si frapponga tra l'investitore e il “registro”.

Il decreto legge, infatti, fissa, all'art. 4, le precondizioni affinché un “registro” possa essere ammesso a supportare il nuovo regime di emissione e circolazione, indicando le caratteristiche che deve assicurare per la produzione di effetti equivalenti alla non riproducibilità del “titolo”<sup>54</sup> e all'esclusività del possesso<sup>55</sup>, che contraddistinguono il mondo dell'emissione e circolazione degli strumenti finanziari in forma cartolare e che sono stati trasposti nel mondo scritturale della gestione accentrata.

Alcuni di tali requisiti corrispondono di fatto a proprietà intrinseche della *DLT* e costituiscono dunque specificazioni della tecnologia<sup>56</sup>.

---

<sup>54</sup>Cfr. art. 4, comma 1, lett. a).

<sup>55</sup>Cfr. art. 4, comma 1, lett. b).

<sup>56</sup> Per un esame dell'applicazione di una particolare forma di *DLT*, la *Blockchain* in ambito finanziario, v. M. BELLEZZA, *Blockchain e Smart Contract in ambito finanziario e assicurativo* in M.T. PARACAMPO (a cura di) *FinTech: Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2017, 217.

Tali requisiti vengono previsti in modo unificato sia per i registri destinati agli strumenti finanziari ammessi a negoziazione in una sede di negoziazione, sia per i registri destinati agli strumenti finanziari non ammessi a negoziazione in una sede di negoziazione.

Per quanto concerne gli strumenti finanziari negoziati su una sede di negoziazione, sarà obbligo del gestore dell'infrastruttura di mercato *DLT* assicurare la conformità del registro, tramite cui avviene la circolazione digitale, ai requisiti fissati dalla legge ex art. 13 del decreto *Fintech*<sup>57</sup>.

Per quanto riguarda invece gli strumenti finanziari non negoziati, il legislatore ha scelto di istituire l'apposita figura del "responsabile del registro"<sup>58</sup>, ossia un soggetto in capo al quale è posto l'obbligo di assicurare che il registro funzioni secondo le prescrizioni normative e che ne assume la conseguente responsabilità<sup>59</sup>. Tale ruolo può essere assunto dall'emittente stesso o da una società terza individuata dall'emittente, "specializzata" nella tenuta di registri per conto altrui.

In considerazione del fatto che il ricorso a tecnologie ancora non del tutto note favorisce l'emersione di nuovi rischi, è stato introdotto un presidio pubblico, prevedendo che l'emissione di strumenti finanziari digitali non destinati alla negoziazione avvenga solo su registri per la circolazione digitale che siano tenuti da responsabili del registro previamente iscritti in un elenco tenuto dall'autorità di vigilanza<sup>60</sup>. Inoltre, in base a quanto previsto dall'art. 4 lett. e) del decreto *Fintech*, i registri devono garantire l'accessibilità da parte della Consob e della Banca d'Italia per l'esercizio delle rispettive funzioni.

I gestori delle infrastrutture di mercato *SS DLT* e *DLT TSS* nonché i "responsabili del registro" che possono tenere i registri per la circolazione digitale vengono sottoposti ad un controllo pubblico, poiché attraverso essi si consente l'incorporazione dei diritti relativi alle

---

<sup>57</sup> Il decreto legge individua le "infrastrutture di mercato *DLT*" in conformità al *DLT Pilot Regime*. La nozione, come già sopra precisato, comprende i sistemi multilaterali di negoziazione *DLT (MTF DLT)*, i sistemi di regolamento titoli *DLT (SS DLT)* e i sistemi di negoziazione e regolamento *DLT (TSS DLT)*, rinviando al Regolamento.

<sup>58</sup> Vedi art. 18 del decreto *Fintech*.

<sup>59</sup> Ai sensi dell'art. 26 del decreto legge.

<sup>60</sup> Cfr. art. 19 del decreto *Fintech*.

categorie degli strumenti finanziari in *tokens* digitali, idonei a veicolare la circolazione della c.d. «ricchezza assente»<sup>61</sup>.

Alla luce della disamina fatta, si può osservare che fino ad ora i meccanismi di legittimazione dei sistemi di gestione sono stati pressoché equivalenti, sempre mediati dalla documentazione cartacea: nel regime cartolare è prevista la consegna della *chartula* e la dimostrazione di una girata autenticata<sup>62</sup>; nel regime dematerializzato, invece, è prevista l'attestazione dell'esibizione delle certificazioni e delle comunicazioni all'emittente, rispettivamente rilasciate o effettuate dagli intermediari<sup>63</sup>.

---

<sup>61</sup> Su questa nozione cfr. P. SPADA, *La circolazione della "ricchezza assente" alla fine del Millennio (riflessioni sistematiche sulla dematerializzazione dei titoli di massa)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I, 407 ss.; M. COSSU e P. SPADA, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente. Divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca borsa e tit. di credito*, 2010, I, 401 ss.; la nozione è efficace in quanto pone l'accento sul fatto che oggetto dello scambio sono i diritti che danno accesso a beni che si trovano "altrove" rispetto al luogo dello scambio (ad es. merci viaggianti), oppure rispetto al tempo dello scambio (ad es. somme di denaro non esigibili), ovvero rispetto ad entrambi (ad es. somme investite nell'impresa).

<sup>62</sup> V. art. 2355, comma 3, c.c.

<sup>63</sup> V. artt. 83-*quinquies* e *sexies* TUF. Invero, già con il regime di dematerializzazione il legislatore avrebbe potuto superare la mediazione della documentazione cartacea. Si veda G. TROVATORE, *Sulla neutralità del sistema di gestione accentrata di strumenti finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, 353 s., il quale si chiede per quale motivo non sia stato disposto, nel regime della dematerializzazione, insieme con la decartolarizzazione del titolo azionario, anche la sostituzione con entità informatica del documento di legittimazione dell'esercizio dei diritti corporativi dal momento che la certificazione costituisce pur sempre un'entità materiale cartacea nella circolazione degli strumenti finanziari. Tuttavia, l'A. riconosce che la sostituzione della certificazione cartacea con un equivalente informatico avrebbe determinato nuovi costi a carico di emittenti e intermediari e non avrebbe fornito benefici ai soggetti interessati poiché non avrebbe potuto formare oggetto di atti di disposizione. Ad ogni modo, l'A. ritiene che il principio di neutralità del sistema di gestione accentrata rispetto al sistema di gestione cartolare sia stato messo in discussione per due ragioni: in primo luogo, con la dematerializzazione è venuta meno la funzione legittimante dell'intestazione nel libro dei soci; in secondo luogo, l'introduzione di norme regolamentari, con la previsione di segnalazione periodica all'emittente dei nominativi dei titolari di strumenti finanziari registrati nel conto dell'intermediario, a prescindere dall'esercizio effettivo dei diritti, sembra costituire un distinto obbligo informativo indipendente dalla legittimazione all'esercizio dei diritti corporativi. In argomento, si rinvia, altresì, a P. FERRO-LUZZI, *Azioni: gestione accentrata o dematerializzazione; partecipazione all'assemblea*, in *Riv. dir. soc.*,

I registri distribuiti sembrerebbero superare definitivamente la mediazione dei meccanismi di legittimazione cartacea: con le registrazioni digitali il titolare riceve un'immediata legittimazione all'esercizio di tutti i diritti collegati alla titolarità di *security tokens*, senza alcuna intermediazione di altri operatori e senza esibizione di certificazioni<sup>64</sup>. Ciò avviene perché i registri digitali identificano in qualsiasi momento i soggetti in favore dei quali sono effettuate le scritturazioni, la specie e il numero degli strumenti finanziari digitali da ciascuno detenuti<sup>65</sup>. Tale identificabilità consente di ritenere compatibile il sistema di gestione *DLT* con il divieto normativo che esclude, con riferimento alle azioni, l'emissione di titoli al portatore<sup>66</sup>, assicurando la nominatività delle registrazioni<sup>67</sup>.

Le movimentazioni digitali nel registro distribuito offrono una rappresentazione simultanea delle vicende organizzative riguardanti la compagine sociale<sup>68</sup>. Con il decreto *Fintech* la legittimazione

---

2002, 488 ss., che giunge alla conclusione che il legislatore avrebbe perseguito, con l'introduzione del sistema di gestione accentrata, l'obiettivo della neutralità che, però, non avrebbe raggiunto. L'A. asserisce che il dato fondamentale dal quale può arguirsi che la neutralità del sistema di dematerializzazione sia stata scalfita è l'art. 32, comma 1, del d.lgs. n. 213/98 in base al quale «il titolare del conto ha legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari in esso registrati»: la formula legislativa adottata conferisce la legittimazione in base alla registrazione, nonché alla disciplina propria di ciascuno degli strumenti finanziari, evidenziando pertanto una cesura in termini di legittimazione tra sistema cartolare e sistema in regime di dematerializzazione.

<sup>64</sup> V. art. 5 decreto *Fintech*.

<sup>65</sup> V. art. 4 decreto *Fintech*.

<sup>66</sup> Exart. 1, comma 1, r.d.l. n. 1148/1941.

<sup>67</sup> L'art. 1, comma 1, r.d.l. n. 1148/1941, infatti, rende di fatto inattuale la disposizione dell'art. 2354 c.c. che, pur ammettendo in linea generale l'emissione di titoli al portatore oltre che di titoli nominativi, fa salvo quanto stabilito dalle leggi speciali. Le uniche eccezioni all'emissione di azioni al portatore, attualmente previste, riguardano le azioni emesse dalle SICAV (art. 45, comma 4, TUF) e le azioni di risparmio (art. 145 e ss. TUF). Sulla capacità della tecnologia *DLT* di soddisfare le condizioni necessarie affinché possa essere trapiantata in questo nuovo ambiente la nominatività obbligatoria dei titoli azionari si veda A. LAUDONIO, *Distributed ledger technology e ICOs (una favola giuridica sisifea sul diritto dei mercati finanziari e l'innovazione)*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2023, 112.

<sup>68</sup> A differenza di quanto accade con il meccanismo del c.d. *record date* per le società quotate, in forza del quale la legittimazione all'intervento e all'esercizio del diritto di voto sarebbero cristallizzate «al termine della giornata contabile del settimo

all'esercizio dei diritti amministrativi e patrimoniali è determinata con riferimento alle registrazioni rilevate al termine della giornata contabile individuata dallo statuto dell'emittente<sup>69</sup>, così da limitare le situazioni nelle quali si verifica una dissociazione tra titolarità ed esercizio del diritto di intervento e di voto.

Obiettivo del decreto *Fintech* è tutelare in maniera uniforme beni giuridici primari, quali la fede pubblica nei fenomeni di circolazione della ricchezza; la funzionalità della *governance* delle imprese societarie emittenti e la correttezza e la trasparenza nel funzionamento dei mercati finanziari. In tal senso si giustifica il regime di "riserva di attività" (presidiato da un rigoroso apparato sanzionatorio) per l'istituzione e gestione dei "registri", oltre che l'imposizione di una nutrita serie di obblighi<sup>70</sup>, di requisiti organizzativi e di *governance*<sup>71</sup>, nonché di responsabilità<sup>72</sup> in capo al "responsabile del registro".

Il decreto *Fintech* rappresenta un'importante pietra miliare nell'evoluzione del settore finanziario e non vi è dubbio che comporta una serie di benefici. In primo luogo, costituisce uno stimolo all'innovazione, in quanto fornisce un ambiente regolatorio favorevole, che incoraggia le imprese a sviluppare e ad adottare tecnologie innovative nel settore finanziario. In secondo luogo, può migliorare l'efficienza operativa delle istituzioni finanziarie, riducendo i costi e accelerando i processi. Ancora, promuovendo l'innovazione e riducendo le barriere all'ingresso, il decreto favorisce un maggiore accesso ai servizi finanziari per i consumatori e le imprese. Infine, contribuisce a rendere il settore finanziario nazionale più competitivo a livello globale, ad attrarre investimenti e a promuovere la crescita economica.

---

giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea» (art. 83-*sexies*, comma 2, TUF). Sull'*emptyvoting* si vedano i contributi di N. DE LUCA, *Titolarietà vs. legittimazione: a proposito di record date, emptyvoting e "proprietà nascosta" di azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 312 ss., e M. EREDE, *L'esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all'introduzione della record date*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, 59 ss.

<sup>69</sup>V. art. 7 decreto *Fintech*.

<sup>70</sup>V. artt. 13 e 23 del decreto *Fintech*.

<sup>71</sup>V. art. 24 del decreto *Fintech*.

<sup>72</sup>V. art. 26 del decreto *Fintech*.

Nello stesso tempo, però, non mancano anche alcune criticità della nuova disciplina.

Innanzitutto, si può notare che la disciplina dei *security token* contenuta nel decreto *Fintech* appare lacunosa rispetto alla disciplina del *MiCAR* per le cripto-attività ivi considerate. Per colmare tali lacune non pare sufficiente la mera equiparazione tra “strumenti finanziari” e “strumenti finanziari *DLT*” ai sensi dell’art. 18 del Regolamento *Pilot* e dell’art. 31 del decreto *Fintech*, che dovrebbe rendere applicabile agli strumenti finanziari *DLT* la disciplina *MIFID* e TUF. Tale disciplina, da un lato, omette di considerare le specificità, le problematiche e le esigenze di tutela connesse al contenuto tecnologico *DLT*, e, dall’altro lato, lascia scoperte e non disciplinate intere aree di attività aventi ad oggetto *strumenti finanziari DLT*.

Si può poi osservare che la disciplina dettata dal *Fintech* sulla emissione e circolazione degli strumenti finanziari digitali, prevedendo, giustamente, una serie di barriere (tecnologiche, giuridiche, organizzative) per la predisposizione di un registro che possa consentire l’emissione e la circolazione di strumenti finanziari digitali, lascia presagire un fenomeno di concentrazione di tale operatività in capo a pochi operatori, di natura professionale (presumibilmente bancaria o già svolgenti funzioni di depositari centrali), capaci di sviluppare e gestire una tale complessa infrastruttura tecnologica secondo modelli che tenderanno, dunque, ad imporsi come *standard* di mercato, a cui ricorreranno gli emittenti. Nonostante il lodevole intento del legislatore di aprire ad una vasta gamma di soggetti il ruolo di "responsabili del registro", sembra difficile immaginare, almeno in questa fase, un ampio ricorso da parte di diversi operatori a questa evoluzione *Fintech* e, ancor meno, il ricorso autonomo da parte degli emittenti (benché rientrino tra i soggetti ammessi, sia pure limitatamente alle proprie emissioni).