

# *Diritto della banca e del mercato finanziario*

ISSN 1722-8360

[www.dirittobancaemercatifinanziari.it](http://www.dirittobancaemercatifinanziari.it)

DI PARTICOLARE INTERESSE IN QUESTO FASCICOLO

- Contratto e convenzione di moratoria nella composizione negoziata
- Digitalizzazione degli strumenti finanziari
- Il pensiero di Paolo Ferro-Luzzi
- Crediti deteriorati

*Diritto della banca  
e del  
mercato finanziario*

---



***Diritto della banca  
e del  
mercato finanziario***

  
**Pacini  
Giuridica**

aprile-giugno  
**2/2024**  
anno XXXVIII

*Avvertenza*

A partire dal gennaio 2011, la pubblicazione di scritti sulla Rivista è subordinata alla valutazione di *blind referees*. Il sistema dei *referees* è attualmente coordinato dal prof. Ciro Corvese.

Nell'anno 2023, hanno fornito le loro valutazioni ai fini della pubblicazione i prof. Sido Bonfatti, Francesco Mazzini, Simone Mezzacapo, Gianluca Mucciarone, Matteo Ortino, Giovanni Romano, Gennaro Rotonondo, Vincenzo Troiano, Alberto Urbani.

## ***Diritto della banca e del mercato finanziario***

Rivista trimestrale del Ce.Di.B.  
Centro studi di diritto e legislazione bancaria

### **Comitato di direzione**

Carlo Angelici, Sido Bonfatti, Antonella Brozzetti, Mario Bussoletti, Gino Cavalli, Salvatore Maccarone, Fabrizio Maimeri, Alessandro Nigro, Mario Porzio, Ángel Rojo, Vittorio Santoro, Daniele Vattermoli.

### **Comitato di redazione**

Soraya Barati, Alessandro Benocci, Mavie Cardi, Vincenzo Caridi, Marco Conforto, Ciro G. Corvese, Giovanni Falcone, Clarisa Ganigian, Gian Luca Greco, Luca Mandrioli, Eugenio Maria Mastropaolo, Francesco Mazzini, Simone Mezzacapo, Filippo Parrella, Giovanni Romano, Genaro Rotondo, Maria Elena Salerno.

### **Segreteria di redazione**

Vincenzo Caridi

### **Direttore responsabile**

Alessandro Nigro

La sede della rivista è presso la Segreteria del Ce.Di.B.  
Corso Vittorio Emanuele II, 173 - 00186 Roma

L'amministrazione è presso: Pacini Editore Srl  
Via Gherardesca - 56121 Ospedaletto - Pisa  
Tel. 050 313011 - Fax 050 3130300  
[www.pacinieditore.it](http://www.pacinieditore.it) - [info@pacinieditore.it](mailto:info@pacinieditore.it)

I dattiloscritti, i libri per recensione, bozze, ecc. dovranno essere inviati al Prof. Alessandro Nigro, viale Regina Margherita 290 - 00198 Roma

© Copyright 2024 Ce.Di.B. - Centro di studi di diritto e legislazione bancaria.

Registrazione presso il Tribunale di Pisa n. 9/2009 del 8/5/2009

*Direttore responsabile:* Alessandro Nigro

*Realizzazione editoriale e progetto grafico*



Via A. Gherardesca  
56121 Ospedaletto (Pisa)

*Fotolito e Stampa*  
Industrie Grafiche Pacini

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941 n. 633.

# SOMMARIO 2/2024

---

## PARTE PRIMA

### Saggi

*La distinzione fra parti “interessate” e parti “non interessate” nella direttiva UE 2019/1023 e nella normativa italiana di recepimento*, di ALESSANDRO NIGRO pag. 159

*La “conclusione delle trattative” nella procedura di composizione negoziata della crisi di d’impresa. Il contratto biennale “avallato” dall’esperto e la convenzione di moratoria (ordinaria e digitale) condotta dall’esperto*, di SIDO BONFATTI » 185

*Le amministrazioni straordinarie delle grandi imprese insolventi: prospettive de jure condendo*, di DANIELE VATTERMOLI » 199

*La digitalizzazione degli strumenti finanziari: occasioni di riflessione sul d.l. n. 25/2023*, di MAURIZIO ONZA » 219

### Dibattiti

*Il pensiero di Paolo Ferro-Luzzi nell’evoluzione del Diritto commerciale e bancario. Incontro a dieci anni dalla sua scomparsa – Prima sessione dell’incontro di studio dell’11 novembre 2023 presieduta da Alessandro Nigro, con interventi di Floriano d’Alessandro, Paolo Spada, Piergaetano Marchetti, Giuseppe Ferri jr, Andrea Zoppini* » 237

## PARTE SECONDA

### Documenti e informazioni

*Crediti deteriorati: un fenomeno endemico. Le nuove proposte in Parlamento*, di DINO CRIVELLARI » 71

Norme redazionali	»	103
Codice etico	»	109

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

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

## 1. Introduzione.

Il tema della “digitalizzazione” di *quid* in grado di titolare pretese giuridicamente rilevanti e, quindi, di *quid* dotato di un “valore”, allora (potenzialmente) suscettibile, se ed in quanto “valore” *non arbitrario*, di appartenenza e scambio e che, pertanto, siccome “valore” può (e deve) essere trattato, autorizzando la locuzione “digitalizzazione di valori” (a tanto potrebbe in ultimo alludersi con la parola *token*<sup>1</sup>); quel tema, si diceva, è tema d’avanguardia, oggetto di recentissimi studi, teorici ed operativi<sup>2</sup>, che sollecitano prospettive di indagine necessariamente rivolte:

---

\* Il testo riproduce, con una integrazione bibliografica d’orientamento, la relazione presentata in occasione del convegno organizzato dall’Associazione *Orizzonti del diritto commerciale*, “*Impresa e mercati: numeri e computer science*”, tenuto a Roma, il 24 febbraio 2024. Ringrazio il Prof. Ugo Minneci, in quell’occasione “controllore”, per i preziosi spunti la resa dei quali, va da sé, è di mia esclusiva responsabilità.

<sup>1</sup> Qui usata tanto al singolare quanto al plurale.

<sup>2</sup> V., tra i molti, RODI e SANTORO, *Prime considerazioni sulle disposizioni urgenti in materia di strumenti finanziari in forma digitale*, in *Dir. banc.*, 2024, II, pp. 25 ss.; CARRIÈRE, DE LUCA, DE MARI, GASPARRI e T.N. POLI, *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*, *Quaderno Giuridico Consob*, 2023, *passim*, ove ampia bibliografia; cfr. anche ANN. GENOVESE, *La circolazione dei valori mobiliari su blockchain*, in *Riv. dir. comm.*, 2023, I, pp. 197 ss.; ANNUNZIATA, CHISARI e AMENDOLA, *DLT-Based Trading Venues and EU Capital Markets Legislation: State of Art and Perspectives Under the DLT Pilot Regime*, in *Italian Law Journal*, 2023, pp. 141 ss.; LA SALA e GUELF, *Emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale: profili legali e fiscali*, in *Soc.*, 2023, pp. 1235 ss.;

- al *passato* e così, inevitabilmente, alla riflessione sui titoli di credito<sup>3</sup> e, poi, alla esperienza normativa ed alla riflessione sulla c.d. dematerializzazione<sup>4</sup>;

- al *presente*, dove l'analisi era poco o punto ancorata (almeno in Italia) al *formante legale* (ed altrettanto è a dirsi per il formante giurisprudenziale), piuttosto muovendo, prima, *dallo stato della tecnica* – la cui tumultuosa evoluzione relega nel ruolo di deuteragonista quel formante legale, tutto avvolto dalla lentezza della mediazione della politica domestica e, nella legislazione sovranazionale, tra Stati; e muovendo, poi, da *assetti pattizi* che la tecnica usano e regolano; e

- al *futuro*, che, per quanto appena detto, *propone di conciliare regole* (pattizie e legali) *e tecnica*.

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

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

---

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 *Dir. inform.*, 2023, pp. 645 ss.; MALVAGNA, *Digital securities: prime note sul decreto di attuazione del DLT Pilot*, in *Diritto banc.*, 20 marzo 2023. Più in generale, v. pure LAUDONIO, *Distributed ledger technology e ICOs (una favola giuridica sisifea sul diritto dei mercati finanziari e l'innovazione)*, in *Riv. dir. banc.*, I, 2023, pp. 106 ss.; CORSO, LAUDONIO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra crowdfunding e sperimentazione di nuovi contesti digitali*, saggio in corso di pubblicazione consultato per la cortesia degli Autori che ringrazio.

<sup>3</sup> Con una visione, allora, meno fosca di quella espressa autorevolmente da LIBERTINI, *I titoli di credito nella dottrina giuscommercialistica italiana*, in *Riv. orizz. dir. comm.*, 2017, p. 1 ss.

<sup>4</sup> Cfr., per tutti, M. CIAN, *Titoli dematerializzati e circolazione «cartolare»*, Milano, 2001, *passim*.

non più il solo il “regime pilota” *di derivazione europea* [il regolamento (UE) n. 858/2022; regime “*pilota*”: quasi a sottolineare *l’impotenza di un atto eteronomo per una regolazione stabile e transazionale*] ma anche il d.l. n. 25/2023 (nel quale il Fintech è ancora in fase “sperimentale”).

Un regime, appunto, introdotto con un decreto legge, la cui “straordinaria necessità ed urgenza”, da un canto, è stata giustificata *dalla applicazione, a partire dal 23 marzo 2023, proprio del regolamento (UE) n. 858/2022* e, in particolare, sottolinea il legislatore italiano, dalla introduzione, con quella applicazione, di una «nuova definizione di strumento finanziario *includendovi gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito*»<sup>5</sup>; e, dall’altro, la temporanea sottrazione del potere legislativo è stata giustificata dalla *sterilizzazione per gli «operatori italiani» dello «svantaggio competitivo»* rispetto «ad altri operatori stabiliti in Stati membri»<sup>6</sup>; svantaggio provocato dall’assenza di una *«disciplina in materia di emissione e la circolazione tramite il ricorso a tecnologie a registro distribuito (DLT)»*; assenza che il d.l. n. 25/2023 mira a colmare. E su questo novissimo decreto legge, poi convertito in legge (l. n. 52/2023), può soffermarsi l’attenzione.

## 2. Assunzioni preliminari.

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

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

---

<sup>5</sup> Enfasi aggiunta.

<sup>6</sup> Enfasi aggiunta.

B. A ben vedere, il *tratto comune di quel “fenomeno empirico” pare da isolare in ciò: nella “digitalizzazione di valori” la appartenenza e gli scambi sono (sempre in thesi) “incontestabili” – meglio: non modificabili* – (prima ancora che per disciplina positiva) *per stato della tecnica; per un fatto che, una volta accaduto, è (tendenzialmente) “tecnicamente” immodificabile.*

C. Di conseguenza, il problema al fondo è da rintracciarsi nel *passaggio dal “fatto” alla “regola” giuridica; e, poi, ad una “regola” giuridica non più autonoma ma eteronoma*, capace di vincolare chi non ha partecipato alla sua produzione: nel passaggio da un *“fenomeno tecnico e socio-economico” auto-regolato*, frutto di autonomia privata (chi detta la regola ne è il destinatario degli effetti; ed ecco allora gli assetti pattizi potenzialmente via via diversi)<sup>7</sup> ad un *“fenomeno tecnico e socio-economico” etero-regolato* (dove non c'è coincidenza tra chi pone la regola ed i destinatari dei suoi effetti).

D. Questo passaggio, dall'autonomia all'eteronomia, è viepiù *da propiziare nella misura nella quale la “digitalizzazione di valori” candida il “valore digitalizzato” allo scambio*, alla circolazione che, per essere agevole, richiede *semplicità, certezza e sicurezza* soprattutto nella soluzione dei conflitti con terze parti (si pensi ai problemi relativi ai doppi acquisti); con chi e per chi ne “diventerà” titolare (l'acquirente; dopo il rapporto emissione/creazione e “sottoscrizione”); tanto e specialmente, va da sé, quando *manca una vicenda “materiale” di spossessamento ed impossessamento di res*, trattandosi di “simboli” che l'essere umano può, sì, *“percepire” ma non “apprendere” fisicamente*; e la parola *token*, come noto, potrebbe derivare da “taca” (che evoca le tacche dell'art. 2713 c.c.), “simboli” con efficacia probatoria<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> V., supponendo, all'evidenza, una pluralità di tecnologie, l'obbligo di descrivere «*l'infrastruttura tecnologica*» per l'iscrizione nell'elenco dei responsabili dei registri digitali (su cui v. *ultra*, § 3) previsto dall'Allegato 2, lett. A), 1, regolamento sull'emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari (delibera Consob n. 22923 del 6 dicembre 2023).

<sup>8</sup> Nel *Black's Law dictionary*, ed. 2002, *token* significa «*a sign or mark; a tangible evidence of the existence of a fact*». Dialogando, poi, con il Prof. Filippo Murino, che ringrazio, si è pure pensato al richiamo di *σύμβολον*, ascrivibile, poi, a *συμβάλλω*: cioè, approssimando, “mettere insieme segni per ottenere la prova di un fatto”.

E. La “vicenda” di impossessamento e spossessamento è nella “digitalizzazione di valori” sostituita con l’uso di un registro; e *la novità di questo registro è che semplicità, certezza e sicurezza non erano* (prima del formante legale) *affidate all’autorità di un intermediario, ad un “certificatore” che ne assume giuridicamente la responsabilità; quell’affidamento si radicava in un dosaggio di tecnologia e controllo pubblico, diffuso ed accessibile*. Questo “nuovo registro” (che utilizza la tecnologia conosciuta come “*blockchain*”) era, si badi, ancora una volta, governato dall’autonomia privata; e però, appunto, *la rilevanza verso i terzi che assicura semplicità, certezza e sicurezza delle operazioni “(i)scritte”* (meglio: documentate) *nel registro è, a sua volta, assicurata dalla tecnica e dalla dimensione “pubblica, diffusa ed accessibile” di esso*.

F. Del registro, prima del d.l. n. 25/2023<sup>9</sup>, si davano definizioni (*i.e.* fattispecie) normative quasi per nulla disciplinate. Si tratta dell’ormai celebre art. 8-ter d.l. n. 135/2018, per il quale le «*tecnologie basate su registri distribuiti*» sono «*tecnologie e [...] protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetturelmente decentralizzato su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l’aggiornamento e l’archiviazione di dati sia in chiaro che ulteriormente protetti da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili*» (primo comma); definizione *funzionale all’applicazione solo di una regola*: quella sulla «*validazione temporale elettronica*» del documento informatico memorizzato (terzo comma); similmente, per inciso, quanto alla definizione di «*smart contract*», quale «*programma per elaboratore che opera su tecnologie basate su registri distribuiti e la cui esecuzione vincola automaticamente due o più parti sulla base di effetti predefiniti dalle stesse*» (secondo comma); definizione che, ancora una volta, funge da antecedente *solo per prescrivere l’equivalenza normativa* – integrate alcune condizioni – con la forma scritta (quarto comma)<sup>10</sup>.

G. Ai registri riserva, è altrettanto noto, ampio spazio il regolamento (UE) n. 858/2022 che *definisce* il registro distribuito (quale «*archivio di informazioni in cui sono registrate le operazioni e che*

<sup>9</sup> E da parte le regole tributarie.

<sup>10</sup> Tra i molti, v. MARI. MAUGERI, *Smart Contracts e disciplina dei contratti*, Bologna, 2021, *passim*.

è condiviso da una serie di nodi di rete DLT ed è sincronizzato tra di essi, mediante l'utilizzo di un meccanismo di consenso»; essendo «meccanismo del consenso» «le regole e le procedure con cui si raggiunge un accordo, tra i nodi di rete DLT, sulla convalida di un'operazione»; ed essendo «nodo di rete DLT» «un dispositivo o un'applicazione informatica che è parte di una rete e che detiene una copia completa o parziale delle registrazioni di tutte le operazioni eseguite tramite il registro distribuito»<sup>11</sup>; e disciplina sostanzialmente le regole sulla emissione, registrazione, trasferimento e stoccaggio con «tecnologia a registro distribuito» degli strumenti finanziari (allora denominati «strumenti finanziari DLT»).

H. Gli è, e va sottolineato, che lo stesso regolamento non discorre di *token*, salvo qualche passaggio, nei Considerando, in cui: (i) si definisce la «cosiddetta tokenizzazione degli strumenti finanziari» come «rappresentazione digitale di strumenti finanziari nei registri distribuiti o l'emissione di categorie di attività tradizionali in formato tokenizzato per consentirne l'emissione, la custodia e il trasferimento in un registro distribuito»<sup>12</sup>; e (ii) si pone il problema, in via esemplare, della «validità legale dei token»<sup>13</sup>. Problema che, in realtà, è il problema del *token* e che, quando risolto, consente, per così dire, al *token* di «uscire» dalla dimensione pattizia, autonoma, per raggiungere la dimensione «reale», cioè di opponibilità ai terzi.

I. Tutto ciò sembra confermare la sensazione che giuridicamente il *token* è una «rappresentazione digitale» di qualcosa che attribuisce posizioni giuridiche, pretese, e soggezioni («obblighi» della integrabilità dei quali nei titoli di credito si discute da sempre)<sup>14</sup> e che «esiste naturalmente» nei registri distribuiti; «rappresentazione digitale» suscettibile di essere fissata (in senso lato) in modo certo (attraverso un meccanismo di consenso tra nodi di rete; quindi pur sempre attraverso un meccanismo pattizio sebbene a «tecnologia incontestabile») e di attribuire a qualcuno in modo altrettanto certo pretese, obblighi: posizioni giuridiche e senza

---

<sup>11</sup> V. nell'ordine, dell'art. 2, i nn. 2, 3, 4 e 11.

<sup>12</sup> Considerando (3).

<sup>13</sup> Considerando (5).

<sup>14</sup> V. F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, Milano, 1968, *passim*.

*l'intervento di una autorità* (accentrata o non) *che* (sempre prima dell'intervento normativo) *ne sia responsabile*, per così dire, *erga omnes*<sup>15</sup>.

J. Da queste “assunzioni” è escluso, consapevolmente, ogni riferimento al c.d. MiCA<sup>16</sup> che parrebbe piuttosto evocare un’osservazione del “fenomeno empirico” dall’angolo visuale della tutela dell’impiego del risparmio (nella prospettiva dell’investimento)<sup>17</sup>: da scrutinare, allora, con la consapevolezza *del principio della relatività della fattispecie alla disciplina*; regolamento, d'altronde, che pure concede la possibilità di qualificare «alcune cripto-attività» siccome «come strumenti finanziari» sulla base del sistema definitorio proprio della direttiva 2014/65/UE<sup>18</sup>; *possibilità che di quel regolamento cagiona la disapplicazione*, essendo le cripto-attività/strumenti finanziari già disciplinati; in altri termini, le cripto-attività, quando strumenti finanziari, *sono governate da quella direttiva e non dal regolamento*<sup>19</sup>.

Due note, solo in punta di penna, sul MiCA.

La prima.

La «cripto-attività», nel regolamento MiCA (e, pertanto, per l'applicazione di quella disciplina), è «una rappresentazione digitale di un valore o di un diritto che può essere trasferito e memorizzato elettronicamente, utilizzando la tecnologia a registro distribuito o una tecnologia analoga»<sup>20</sup>; essendo il token un “tipo” di cripto-attività, poi suscettibile di definirsi:

- «token collegato ad attività», quale «tipo di cripto-attività che non è un token di moneta elettronica e che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento a un altro valore o diritto o a una combinazione dei due, comprese una o più valute ufficiali»;

- «token di moneta elettronica», quale «tipo di cripto-attività che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una valuta ufficiale»; o, ancora

<sup>15</sup> Con una “specificata e dedicata” responsabilità.

<sup>16</sup> Regolamento (UE) n. 1114/2023 «relativo ai mercati delle cripto-attività» (MiCA).

<sup>17</sup> Cfr., tra i vari, le belle riflessioni di SANDEI, *L'offerta iniziale di cripto-attività*, Torino, 2022, *passim*. V. anche ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato delle cripto-attività (MiCAR)*, in *Riv. soc.*, 2023, pp. 923 ss.

<sup>18</sup> Considerando (3) MiCA.

<sup>19</sup> V. art. 2, § 4, (a), MiCA.

<sup>20</sup> Art. 3, § 1, n. 5, MiCA.

- «*utility token*», quale «*tipo di cripto-attività destinato unicamente a fornire l'accesso a un bene o a un servizio prestato dal suo emittente*»<sup>21</sup>.

La seconda.

Nel regolamento MiCA si traggono alcuni utili elementi rispetto ai *non fungible token*, meglio (nel lessico di quel regolamento) alle cripto-attività uniche e non fungibili (cc.dd. NFT)<sup>22</sup>, di cui molto, anche un po' (di nuovo) per moda, si è parlato, ed al loro rapporto con gli strumenti finanziari<sup>23</sup>.

Al riguardo,

*nella disciplina*, gli NFT rilevano:

- per essere *esclusi dalla regolamentazione*, essendo il regolamento disapplicato alle cripto-attività che sono uniche e non fungibili con altre cripto-attività<sup>24</sup>;

- quali oggetto, tra gli altri, di un *approfondimento delle linee guida* che l'ESMA deve emanare su criteri e condizioni di qualificazione delle cripto-attività come strumenti finanziari onde comprendere in quali casi le cripto-attività considerate ad altri fini uniche e non fungibili possano comunque *qualificarsi strumenti finanziari*<sup>25</sup>; e

- quali oggetto di un *rapporto* che la Commissione europea deve rendere al Parlamento europeo ed al Consiglio in cui *si deve scandagliare lo sviluppo del mercato degli NFT*, l'adeguatezza della regolamentazione e la necessità e realizzabilità di una regolamentazione dell'offerta di NFT e dei servizi ad essi connessi<sup>26</sup>;

*nei Considerando*, sugli NFT si precisa che:

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

---

<sup>21</sup> Nell'ordine, art. 3, § 1, n. 6, 7 e 9, MiCA. V., per tutti, l'approfondita indagine di PASSARETTA, *La valuta virtuale nel sistema dei servizi di pagamento e di investimento*, Torino, 2023, *passim*.

<sup>22</sup> Nel prosieguo, per semplicità, si discorrerà, indifferentemente ed al bisogno, dell'acronimo (in lingua inglese) e del lessico normativo (in lingua italiana). Cfr. GUACCIERRO e SANDRELLI, Non-Fungible Tokens (NFTs), in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, I, pp. 824 ss.

<sup>23</sup> Per chi volesse, più ampiamente, ONZA, Non-Fungible Token e diritto d'autore: (ipotesi di) ricostruzioni e (di) interferenze, in *Dir. ind.*, 2023, pp. 103 ss.

<sup>24</sup> Art. 2, § 3, MiCA.

<sup>25</sup> Art. 2, § 5, e Considerando (14), MiCA.

<sup>26</sup> Art. 142, § 2, (d), MiCA.

*mezzo attività equivalenti*; sicché l'uso finanziario di queste cripto-attività è limitato e ciò giustifica la mancata applicazione del regolamento stesso<sup>27</sup>;

- non è da reputare *unica e non fungibile la parte frazionata di una cripto-attività unica e non fungibile*, per un verso; e, per l'altro, *l'emissione di cripto-attività uniche e non fungibili in "ampia serie o in funzione di raccolta"* dovrebbe essere stimata come un indicatore di fungibilità<sup>28</sup>; ed

- infine ( $\alpha$ ) la *mera attribuzione di una unica identificazione* di una cripto-attività *non è sufficiente* a stimarla unica e non fungibile; ( $\beta$ ) la cripto-attività è unica e non fungibile *in quanto unica e non fungibile dovrebbe essere l'attività o la pretesa rappresentata*; ( $\gamma$ ) resta impregiudicata *la rilevanza delle cripto-attività uniche e non fungibili siccome strumento finanziario*; ( $\delta$ ) il regolamento si applica alle cripto-attività che *appaino uniche e non fungibili* ma le cui *caratteristiche concrete* o le *caratteristiche legate all'uso concreto* le rende fungibili o non uniche; e ( $\epsilon$ ) l'approccio classificatorio delle autorità competenti deve basarsi sull'apprezzamento *sostanziale e non formale* della cripto-attività, valutando le caratteristiche dell'attività e non la nomenclatura<sup>29</sup>.

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

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

- sono pattiziamente "costruiti" non solo *come unici* (quindi: identificabili ed isolabili rispetto ad altri attraverso specifiche caratteristiche) ma *anche come non fungibili* (quindi: non sostituibili); questi predicati, poi, devono essere propri *anche di ciò che è rappresentato* e, ancora, devono essere *appurati in concreto*, non essendo a ciò sufficiente *una definizione pattizia*;

- perdono *infungibilità ed unicità* quando sono "frazioni di cripto-attività unica e non fungibile"; ed indice di perdita di fungibilità è l'emissione in *"ampia serie o in funzione di raccolta"* nonché

- possono svilupparsi in un *mercato* ed attagliarsi ad un *uso speculativo*.

---

<sup>27</sup> Considerando (10).

<sup>28</sup> Considerando (11).

<sup>29</sup> *Ibidem*.

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

### 3. Riflessioni (occasioni di...).

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

a) la *«forma digitale»* è una *«circostanza»* per la quale *«taluni strumenti finanziari esistono soltanto come scritturazioni in un registro per la circolazione digitale»*<sup>30</sup>; sicché *esclude e non definisce*. Serve a dire che la “forma digitale” impedisce altre “esistenze” giuridiche *differenti dalla “scritturazione in un registro per la circolazione digitale”*<sup>31</sup>;

b) gli *«strumenti finanziari digitali»* sono una classe di strumenti finanziari *connotati dall’emissione in “forma digitale”*<sup>32</sup>. Su un registro per la circolazione “digitale”, dunque;

c) una classe, si badi, chiusa ma, dal punto di vista dell’ambito oggettivo di applicazione del “regime pilota”, non esclusiva<sup>33</sup>, che comprende, tra gli altri, le azioni di società per azioni, le obbligazioni di s.p.a., i titoli di debito di s.r.l.<sup>34</sup>; *non gli strumenti finanziari diversi da quelli che condizionano i tempi e l’entità del rimborso all’an-*

<sup>30</sup> Art. 1, co. 1, lett. a), d.l. n. 25/2023.

<sup>31</sup> Locuzione, quella di “forma digitale”, di cui si avvale il codice dell’amministrazione digitale come forma dei servizi all’erogazione dei quali l’utente ha diritto (v. art. 7, co. 01, d.lgs. n. 82/2005).

<sup>32</sup> Art. 1, co. 1, lett. c), d.l. n. 25/2023.

<sup>33</sup> Cfr. *ultra*, lett. f).

<sup>34</sup> Art. 2, co. 1, d.l. n. 25/2023.

damento economico della società (art. 2411, ult. co., c.c.), almeno qualora se ne riconosca, come si dovrebbe<sup>35</sup>, la cittadinanza ordinamentale (quelli, si vuol dire, previsti dall'art. 2346, ult. co., c.c.);

d) se così è, al fondo il problema è distinguere tra la *emissione e circolazione in “forma scritturale”* (dove pure gli strumenti finanziari “esistono”, meglio «*possono esistere*»: così l'art. 83-bis, co. 1, t.u.f.) ed *emissione e circolazione in “forma digitale”*; posto che, in definitiva, in entrambi i casi si usa il “bit”; o meglio, micro-correnti<sup>36</sup>. E la sensazione è che la differenza, in realtà, si appunti *sull'uso o non di un registro per la circolazione “digitale”*.

Ed il legislatore se ne avvede, discorrendo di «strumenti finanziari emessi mediante tecnologia a registro distribuito»<sup>37</sup>; locuzione che pare più corretta rispetto a quella (forse più “comoda” perché più breve), che lo stesso legislatore fornisce in avvio, di «*strumenti finanziari digitali*», designando quella classe chiusa di strumenti finanziari emessi sul registro per la circolazione “digitale”... parole diverse per dire la stessa cosa, correndo il rischio della tautologia. E si potrebbe ancora precisare: il legislatore domestico (ma anche europeo) sembra *aggiungere* agli strumenti finanziari indicati nel (famoso) allegato I del t.u.f. *gli strumenti finanziari emessi mediante tecnologia a registro distribuito* (o, in breve, “digitali”); questi essendo in quelli “compresi” (come fossero qualcosa prima non compreso e, pertanto, di diverso). Ma così non è: *gli strumenti finanziari sono... strumenti finanziari*; “esistenti” (giuridicamente) in “*scritturazioni*” (intermediate o, se documentati, anche disintermediate – cioè, i “vecchi” titoli) o “*digitalmente*” (cioè, in quei particolari registri denominati “registri per la circolazione digitale”);

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

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

---

<sup>35</sup> Riferimenti e bibliografia, eventualmente, in ONZA, “Partecipare”: significati e ipotesi nel diritto delle società azionarie (*Note preliminari sulla “partecipazione del non socio”*), in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, pp. 635 ss.

<sup>36</sup> Devo la locuzione al Prof. Paolo Spada che ringrazio.

<sup>37</sup> Art. 31, co. 1, d.l. n. 25/2023, enfasi aggiunta.

- attribuiscono, in entrambi, la «*legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti*» titolati nello e dallo strumento finanziario<sup>38</sup>;
- assegnano il potere (più che il diritto) di disposizione dello strumento finanziario<sup>39</sup>; e,
- quando assistite da titolo idoneo e buona fede, rendono immune da pretese ed azioni altrui<sup>40</sup>.

E ancora.

In entrambi i casi, si applicano le (residue) regole sulle leggi di circolazione (per le azioni, ad esempio: nominativa e nei casi previsti al portatore)<sup>41</sup>; per entrambi, le eccezioni opponibili, avvenuti quei fatti (“registrazione in conto” o “scritturazione nel registro”), si puntualizzano in eccezioni personali ed in «*quelle comuni a tutti gli altri titolari degli stessi diritti*»<sup>42</sup>.

Insomma: *non si scorge una “sostanziale” differenza o al postutto una “forma” (in senso giuridico) differente*. Ma solo l’uso o non di registri *specifici* con *specifiche* caratteristiche. E non a caso quando il legislatore disciplina i singoli “strumenti finanziari digitali” discorre di “forma elettronica” in ordine alla resa delle informazioni pertinenti (azioni, obbligazioni)<sup>43</sup>;

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

- sia qualunque «*valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere* [azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di *partnership* o di altri soggetti e ricevute di deposito azionario, obbligazioni e altri titoli di debito, comprese le ricevute di deposito relative a tali titoli], o [qualsiasi valore mobiliare] *che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure*»;
- sia le «*quote di partecipazione ad una società a responsabilità limitata*» anche in «*deroga alle disposizioni vigenti relative al regime di forma*

---

<sup>38</sup> Art. 83-*quinquies*, co. 1, t.u.f., e art. 5, co. 1, d.l. n. 25/2023.

<sup>39</sup> Art. 83-*quinquies*, co. 1, t.u.f. e art. 5, co. 2, d.l. n. 25/2023.

<sup>40</sup> Art. 83-*quinquies*, co. 2, t.u.f. e art. 5, co. 4, d.l. n. 25/2023.

<sup>41</sup> Art. 83-*quinquies*, co. 1, t.u.f. e art. 5, co. 1, d.l. n. 25/2023.

<sup>42</sup> Art. 83-*septies* t.u.f. e art. 6, co. 1, d.l. n. 25/2023.

<sup>43</sup> Art. 12 d.l. n. 25/2023.

e circolazione di tali strumenti, ivi comprese le disposizioni di cui agli articoli 2468, co. 1, 2470, commi dal primo al terzo, e 2471 del codice civile<sup>44</sup>.

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

Ciò premesso, ed analizzando la seconda parte di quella disposizione, ci si avvede che: (α) poco sconvolgente appare la deroga (benché dipendente da una decisione di una Autorità) all’art. 2470 c.c., disposizione che effettivamente *si appunta*, quanto ai commi indicati, *sul regime di forma e circolazione della partecipazione sociale*; e che pertanto è “sostituita” dalle regole sulla emissione e sulla circolazione “in forma digitale” (più avanti, poi, si proporrà una annotazione sul problema della pubblicità); (β) e pure la deroga all’art. 2471 c.c. non appare sconvolgente, *considerando la “esistenza” e poi “digitale” della partecipazione sociale*<sup>45</sup>; (γ) viceversa, un po’ sconvolgente appare la possibilità di *abbattere il divieto di rappresentazione delle partecipazioni sociali di s.r.l. (di diritto comune) in azioni e di essere oggetto di offerta al pubblico siccome prodotti finanziari* (comunque si voglia intendere l’art. 2468, co. 1, c.c.)<sup>46</sup>; qui, forse, *dalla “forma” si passa alla “sostanza”, autorizzando la modifica della conformazione della partecipazione sociale di s.r.l. (per di più ad opera di una Autorità)*, in ragione del regime

<sup>44</sup> Art. 28, co. 2, lett. b), d.l. n. 25/2023 e art. 1, co. 1-bis, lett. c), t.u.f.

<sup>45</sup> L’art. 2471 c.c. ribadendo, secondo una posizione ormai consolidata, un principio già desumibile dal sistema: tra i vari, BRIOLINI, *L’espropriazione della partecipazione sociale*, in AA.VV., *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, a cura di Dolmetta e Presti, Milano, 2011, p. 386. Soccorrendo, forse, l’art. 9, co. 1, d.l. n. 25/2023 che si riferisce a «qualsiasi vincolo sugli strumenti finanziari digitali» [e v. anche il precedente art. 4, co. 1, lett. d), in cui si discorre dell’idoneità del registro per la circolazione digitale di consentire la «scritturazione dei vincoli di ogni genere sugli strumenti finanziari digitali»]. Nel regime di dematerializzazione fissato nel t.u.f., in argomento, v., per tutti, Fed. MARTORANO, *Titoli di credito dematerializzati*, in *Trattato di diritto commerciale Cicu-Messineo*, già diretto da Mengoni, continuato da Schlesinger, Roppo e Anelli, Milano, 2020, pp. 335 s.

<sup>46</sup> Per tutti, v. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba e Marasà, Vol. I, Milano, 2020, pp. 415 ss. V. pure le osservazioni di De LUCA, *Partecipazione «azionaria» e tipicità delle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, pp. 867 ss.; e SERAFIN, *Dematerializzazione e tokenizzazione delle quote di s.r.l.: quali sviluppi di un mercato secondario?*, in *Banca, impr., soc.*, 2023, pp. 651 ss.

di emissione e circolazione, andando ben oltre la possibilità di “esistenza in forma scritturale” delle partecipazioni sociali di s.r.l. PMI, ammessa solo in caso di categorie di quote “*aventi eguale valore e conferenti eguali diritti*”<sup>47</sup>; cioè, in regime di emissione e circolazione “intermediata” secondo gli artt. 83-*bis* ss. t.u.f., regime, si noti, alternativo<sup>48</sup> al regime di “sottoscrizione ed alienazione” previsto per le “*offerte di crowdfunding*” di cui al successivo art. 100-*ter*<sup>49</sup>; (δ) del resto, e più in generale, la disposizione lascia all’Autorità un margine discrezionale amplissimo che, se comprende la “deroga” alle disposizioni del codice civile espressamente richiamate, quella discrezionalità, per un canto, *non è limitata alla “deroga”* e, per l’altro, *non è neppure limitata al regime di forma e circolazione delle partecipazioni sociali di s.r.l.* Il che potrebbe anche apparire plausibile per alcuni profili: si pensi al problema della legittimazione alla partecipazione ai processi decisionali diversi dall’assemblea<sup>50</sup>.

Potrebbe in vero sostenersi che la deroga al contenuto precettivo dell’art. 2468, co. 1, c.c. *non è affatto indispensabile giuridicamente per l’applicazione del regime di emissione e circolazione “in forma digitale”*: né quanto alla conformazione della partecipazione sociale siccome azione né quanto alla di essa offerta al pubblico siccome prodotto finanziario<sup>51</sup>. Certo, la “standardizzazione” in senso forte, vale a dire la conformazione della partecipazione sociale quale unità non ulteriormente scomponibile, può agevolare lo scambio, può concretizzare *quella agilità allo scambio propria dei valori mobiliari* del t.u.f.<sup>52</sup>; ma, si

---

<sup>47</sup> V. l’art. art. 3, co. 1, l. n. 21/2024, per un commento al quale v. ANNUNZIATA, sub *art. 3*, in *Commentario alla legge capitali*, a cura di P. Marchetti e Ventrone, Pisa, 2024, pp. 6 ss.

<sup>48</sup> Cfr. l’art. 3, co. 2, l. n. 21/2024.

<sup>49</sup> Per una sintesi del quale, v. V. DE STASIO, *Il crowdfunding*, in AA.Vv., *Il testo unico finanziario*, a cura di Cera e Presti, Torino, 2020, pp. 2373 ss.

<sup>50</sup> A solo quella tecnica decisionale nominata “assemblea” essendo (almeno testualmente) applicato l’art. 7 d.l. n. 25/2023.

<sup>51</sup> In realtà, le deroghe all’art. 2468, co. 1, c.c., vigenti prima del “regime pilota”, sono tutte *essenzialmente connesse alla prospettiva dell’offerta ad un pubblico* (avvalendosi, o non, delle offerte di *crowdfunding*) *indistinto*: così, con il recentissimo d.lgs. n. 30/2023 per tutte le s.r.l. e pertanto indipendentemente dalle soglie dimensionali, sia nel t.u.f. (art. 100-*ter*; per una prima analisi del quale, v. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione delle quote di s.r.l. in seguito alla novella dell’art. 100-ter t.u.f.: prime riflessioni* in *Riv. orizz. dir. comm.*, 2023, pp. 894 ss.); sia nel micro-sistema del regime “generale” dedicato alle s.r.l. piccole e medie imprese (art. 26, co. 5, d.l. n. 179/2012).

<sup>52</sup> V., se si crede, ONZA (e SALAMONE), *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*,

ripete, *non appare giuridicamente co-essenziale al regime di emissione e circolazione “in forma digitale”*;

g) della responsabilità del... responsabile del registro si parlerà tra un attimo<sup>53</sup>. Mette conto, qui, di marcare il possibile *distacco* tra il regime di emissione e circolazione in “forma scritturale” ed il regime di emissione e circolazione in “forma digitale”, *potendo quest’ultimo prescindere dall’intermediazione*.

Infatti, i registri per la circolazione digitale, in cui l’«emissione» (e, deve ritenersi, la circolazione) è (in via esclusiva) consentita, sono «*tenuti*» da «*responsabili iscritti*» nell’elenco pertinente<sup>54</sup>; “tenuta”, che rileva siccome *attività*, suscettibile di intestarsi anche sugli «*emittenti*», allora qualificati “responsabili del registro”, con (esclusivo e necessario) «*riferimento a strumenti digitali emessi dagli stessi*»<sup>55</sup>.

Lungo questa visuale, limitandosi a qualche cenno su azioni e partecipazioni sociali di s.r.l., parrebbe: (α) quanto alle azioni, che (α’) l’accesso al regime di emissione e circolazione in “forma digitale”, intermediato o non, richieda una *previsione statutaria* (con o senza abilitazione al “mutamento di regime”)<sup>56</sup>; (α”) la mancanza della emissione di titoli azionari, a cagione di quella scelta statutaria, *attiva una “diversa tecnica di legittimazione e circolazione”* (art. 2346, co. 1, c.c.), disapplicandosi, *in thesi*, l’art. 2355, co. 1, c.c.<sup>57</sup>; certamente, in caso di emissione e circolazione “in forma digitale” disintermediata, per un verso, *il registro per la circolazione digitale sembra assorbire il libro dei soci* e, per l’altro, *la modalità di legittimazione si avvicina molto alla disciplina prevista in quell’articolo*. Ed in effetti, e ancora una volta più in generale, in regime di emissione e circolazione in “forma digitale” (intermediato o non), la scritturazione in quel registro aggiorna (e testualmente) il libro dei soci, questo potendo addirittura

---

in *Commentario del codice civile*, diretto da Gabrielli, *Delle promesse unilaterali. Dei titoli di credito*, a cura di Lener, Milano, 2015, pp. 539 ss.

<sup>53</sup> V. *ultra*, lett. b).

<sup>54</sup> Art. 18, co. 1, d.l. n. 25/2023.

<sup>55</sup> Art. 19, co. 1, lett. c), d.l. n. 25/2023.

<sup>56</sup> L’assenza di quella abilitazione statutaria (e salvo l’abilitazione titolata in termini e condizioni di emissione) interdicensi, dal lato dell’emittente, quel mutamento: v. art. 15, co. 1, d.l. n. 25/2023.

<sup>57</sup> Sul quale, v. KUTUEÀ, *Azioni non emesse e autonomia nella circolazione*, Milano, 2013, *passim*.

essere sostituito da quello<sup>58</sup>; ( $\beta$ ) quanto alle partecipazioni sociali di s.r.l., *sembrano da applicare le regole sulla previsione statutaria* poc'anzi ricordate per le azioni. Viceversa, incerto, in assenza di diritto scritto<sup>59</sup>, appare il regime pubblicitario tracciato dall'art. 2470 c.c. che, se (e con pochi dubbi) *“perde” il precetto sulla legittimazione verso la società*, potrebbe mantenere un *senso rispetto alla funzione di “monitoraggio” della circolazione della ricchezza*; mantenimento forse da non concedersi valorizzando le previsioni del “regime pilota” sul contrasto al riciclaggio<sup>60</sup>. Qualora poi l'emittente s.r.l. assuma il ruolo di responsabile del registro per la circolazione digitale, questo sembrerebbe *fungere*, e senza riserve, *da succedano al libro dei soci*;

h) una ultima annotazione.

*L'eteronima riconosce un responsabile*: il responsabile del registro per la circolazione digitale quando non sia un gestore del mercato (SS DTL o TSS DTL)<sup>61</sup> od altri soggetti specificamente individuati<sup>62</sup>.

Ebbene, in primo luogo, gli uni e gli altri *sono tenuti a “garantire” alcuni aspetti informativi* (correttezza, completezza, aggiornamento continuo delle evidenze sulle informazioni), *l'integrità e la sicurezza del sistema* nonché *la conformità del registro per la circolazione digitale alle caratteristiche previste dalle regole primarie e secondarie*<sup>63</sup>; tra queste spiccano, per l'analisi che si sta proponendo, la *“validità delle scritture attestanti la titolarità e il trasferimento degli strumenti finanziari digitali e i relativi vincoli”* nonché la prevenzione della *“perdita o [della] modifica non autorizzata dei dati e delle scritture relative agli strumenti finanziari digitali per l'intera durata della scritturazione”*<sup>64</sup>; ebbene (ed esemplarmente) in questi obblighi *emerge il passaggio dal “fatto” alla “regola” eteronoma di cui in principio si ragionava*.

<sup>58</sup> Art. 10, nell'ordine, co. 1 e 2, d.l. n. 25/2023.

<sup>59</sup> Ad una regola (parziale: perché limitata *«ai fini dell'esercizio dei diritti sociali»*) positiva affidandosi il regime di emissione e circolazione delle quote alternativo nelle offerte di *crowdfunding*: v. art. 100-ter, co. 3, t.u.f.

<sup>60</sup> Cfr., in particolare, art. 13, co. 2, lett. b), ed il successivo art. 26-bis.

<sup>61</sup> Le cui definizioni sono attinte dal regolamento (UE) n. 858/2022: v. art. 1, co. 1, lett. b) e i), d.l. n. 25/2023.

<sup>62</sup> Artt. 3, co. 1, d.l. n. 25/2023; tra i soggetti specificamente individuati v'è sia la Banca d'Italia sia il Ministero dell'economia e delle finanze nonché ulteriori soggetti scelti dall'Autorità.

<sup>63</sup> V. Allegato 2, lett. C), regolamento sull'emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari cit.

<sup>64</sup> Art. 4, co. 1, lett. a) e lett. c-bis), d.l. n. 25/2023.

In secondo luogo: *del responsabile del registro v'è una disciplina sulla responsabilità risarcitoria*<sup>65</sup>.

*Per la tenuta del registro*: verso l'emittente e verso il destinatario della scritturazione<sup>66</sup>; una responsabilità l'integrazione della quale parrebbe da correlare ai testuali obblighi gravanti sul responsabile stesso<sup>67</sup>.

Ed una *responsabilità per danno da informazioni*: per i danni cagionati da informazioni false, fuorvianti (suscettibili di indurre in errore) o, qualora dovute, omesse<sup>68</sup>.

In entrambi i casi è una responsabilità, *appurato danno e nesso causale, presunta*, lambendo non solo una responsabilità oggettiva, quasi da attività pericolose, ma ancor prima e forse la responsabilità contrattuale; responsabilità (presunta e, così) integrata purché l'obbligato non provi l'assenza di un *deficit* di diligenza in ordine a comportamenti qualificati, relativi all'adozione di «*tutte le misure idonee ad evitare il danno*» ed alla redazione completa e corretta di un documento informativo da rendere pubblico a cui quei responsabili sono tenuti; un documento, nel dettaglio, contenente le informazioni sulle modalità operative del registro per la circolazione “digitale” e sui dispositivi a tutela della sua operatività<sup>69</sup>.

#### 4. Battuta conclusiva.

La conclusione è affidata ad una battuta: che *gli scambi di strumenti finanziari* in mercati più o meno intensamente regolati *possano ascrivere alla conclusione ed all'esecuzione di un contratto* è stato autorevolmente messo in dubbio<sup>70</sup>, *la vicenda potendosi inquadrare in volontà unilaterali nominate che, non appena espresse, rilevano fattualmente siccome anonime, meri impulsi scesi nell'oggettività; strutturando, allora coerentemente con quello che prima si marcava, degli attori in gioco la responsabilità siccome presunta*; ben oltre, forse, quel “*ritorno all'estre-*

---

<sup>65</sup> Rispetto alla quale occorre, già ai fini dell'iscrizione nell'elenco, una forma di garanzia: v. Allegato 1, lett. A., 3., lett. d), regolamento sull'emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari cit.

<sup>66</sup> Art. 26, co. 1, d.l. n. 25/2023.

<sup>67</sup> Artt. 13 e 23 d.l. n. 25/2023.

<sup>68</sup> Art. 26, co. 2, d.l. n. 25/2023.

<sup>69</sup> Art. 23, co. 3, d.l. n. 25/2023.

<sup>70</sup> V. ANGELICI, *Sul «contratto» di borsa*, Milano, 2021, *passim*.

*ma oggettività” dello scambio muto, silente, ma rilevante tra le parti e socialmente, delle tribù africane di sale contro oro, da ultimo ricordato magistralmente Natalino Irti<sup>71</sup>.*

MAURIZIO ONZA

ABSTRACT

*Il lavoro si propone di indagare il d.l. n. 25/2023 sulla digitalizzazione degli strumenti finanziari, analizzando criticamente i profili di novità in relazione alla organizzazione delle società per azioni e della società a responsabilità limitata, in particolare in ordine alla circolazione della partecipazione sociale.*

\*\*\*

*The essay aims to investigate the legislative decree n. 25/2023 on the digitalisation of financial instruments, critically analyzing the new profiles in relation to the organization of joint-stock companies and limited liability companies, in particular in relation to the circulation of shares as well as the quotas.*

---

<sup>71</sup> IRTI, *L'ultima transizione*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, I, p. 205 ss.