

CONTRIBUTO ALLA CONSULTAZIONE SUL

LIBRO VERDE

LA COMPETITIVITÀ DEI MERCATI FINANZIARI ITALIANI

A SUPPORTO DELLA CRESCITA

DEL

MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE

DIPARTIMENTO DEL TESORO

\* \* \*

SOMMARIO 1. Introduzione. – 2. La disciplina dei *security token* tra regolamentazione dei «beni digitali» e regolamentazione delle «infrastrutture di mercato digitali». – 3. Sui rapporti tra quadro normativo in materia di *security token* e *sandbox* regolamentare. – 4. Sui rapporti tra quadro normativo in materia di *security token* e il *DLT Pilot Regime*. – 5. Sull'esigenza di rendere immediatamente applicabile le disposizioni normative già esistenti in materia di *smart contracts*. – 6. Sulla necessità di dettare una definizione e una disciplina della scrittura contabile («*book entry*») e del «conto titoli» basati sulle tecnologie di registro distribuito. – 7. Sugli auspicabili contenuti di un quadro normativo nazionale in materia di titoli di credito «tokenizzati». – 8. Riflessioni sulle riforme prospettate dal Libro Verde: opportunità di ulteriori aree di intervento, in coerenza con le finalità perseguite dal Libro Verde (*cenni*). – 9. Revisione della vigente disciplina applicabile al Responsabile del Collocamento. – 10. Interventi inerenti alle funzioni e responsabilità delle Autorità di Vigilanza in un'ottica di competitività ed efficienza del relativo operato (*Cooling Period* – Responsabilità della CONSOB). – 11. Interventi inerenti alla disciplina applicabile a titoli di debito di società a responsabilità limitata e in obbligazioni emesse ai sensi dell'art. 2412, co. 2, c.c.

\* \* \*

## 1. Introduzione

Le presenti note intendono contribuire alla discussione pubblica in merito ai contenuti del Libro Verde su «*La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*», pubblicato nel mese di marzo 2022 dal MEF – Dipartimento del Tesoro (di seguito, il «Libro Verde» o il «Libro»). In particolare, ci si intende concentrare sull'area tematica relativa alla «*valorizza[zione delle] potenzialità del digitale ai fini dell'accesso al mercato (di imprese e investitori)*» (3.3 del documento e lettera C dell'allegato). In chiusura del presente documento, verranno altresì svolte delle osservazioni su taluni temi ulteriori, riferibili alle aree tematiche di cui al Libro Verde (n. 8 – 11).

In particolare, il Libro Verde segnala l'emersione della «*esigenza di dotare l'Italia una cornice legislativa che consenta l'emissione e la circolazione in forma digitale di strumenti finanziari tramite tecnologie basate su registri distribuiti (c.d. distributed ledger technology – DLT), anche in vista della futura applicazione del regolamento UE relativo al c.d. regime pilota DLT*» (Libro, p. 21).

Inoltre, nell'Allegato Tecnico (p. 38), si precisa che «*sono attualmente all'esame possibili opzioni di intervento normativo per sperimentare un nuovo regime di emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari che si aggiungerebbe a quelli già esistenti (cartolare e gestione accentrata/dematerializzata)*», aggiungendosi, più nel dettaglio, che «*considerati i profili di novità e i possibili impatti sul sistema bancario e finanziario attuale, in linea con l'approccio graduale adottato a livello europeo nel regime pilota DLT, è allo studio l'introduzione in una prima fase di un regime normativo a carattere transitorio che consenta l'applicazione delle tecnologie DLT solo ad alcuni strumenti finanziari a circolazione limitata (obbligazioni emesse dalle S.p.A.)*».

Dall'angolo visuale del Ministero, «*l'introduzione di tale regime transitorio consentirebbe, dal lato delle imprese italiane, di iniziare a sfruttare il potenziale delle nuove tecnologie e di acquisire conoscenze preziose sull'uso della DLT e, dal lato del legislatore e delle Autorità di vigilanza, di individuare gradualmente i profili di maggiore criticità e le esigenze di aggiornamento della regolamentazione vigente. Sulla base delle evidenze raccolte durante tale fase transitoria e alla luce delle modifiche introdotte dal citato regolamento UE relativo al c.d. regime pilota DLT, in una seconda fase sarebbe poi definita la cornice normativa volta a consentire, a regime,*

*l'emissione e la circolazione in forma digitale di tutti gli strumenti finanziari». Quanto alle caratteristiche di tale regime normativo, la prospettata attività di sperimentazione, resa possibile dal regime transitorio, dovrebbe mirare a «favorire DLT sufficientemente decentrate, sicure, e robuste sotto il profilo della “governance” e del rispetto dell'ambiente, al fine di evitare, nel lungo periodo, che l'industria debba sostenere complesse e costose transizioni verso modelli più sostenibili».*

2. *La disciplina dei security token tra regolamentazione dei beni digitali e regolamentazione delle infrastrutture di mercato digitali*

Anzitutto, preme agli estensori del presente documento rimarcare l'importanza dell'iniziativa promossa dal MEF attraverso il Libro Verde, in ragione della dimensione di «sistema» che gli pertiene. Ci pare evidente, infatti, che nella complessità dell'odierno sistema economico e finanziario globale l'Italia appalesa una urgenza di interventi intesi ad aumentarne l'attrattività per i capitali interni ed esteri. In quest'ottica, le potenzialità delle tecnologie «abilitanti» e, primariamente, di quelle basate su registri distribuiti a base crittografica (*distributed ledger technologies*, DLTs, quali presupposto della creazione di *cryptoassets*) appaiono a noi, ove correttamente governate, di grande momento, sotto più e distinti profili:

- dalla riduzione dei tempi/costi dei processi e minimizzazione dei rischi operativi;
- alla maggiore automatizzazione e trasparenza dei servizi e prodotti di investimento;
- alla possibilità di ridurre le soglie di investimento in ingresso per strumenti destinati a investimenti alternativi, con il correlativo aumento del grado di liquidità degli strumenti stessi;
- alla possibilità di ampliare il perimetro delle *asset classes* attualmente «investibili».

Come in tutte le vicende di innovazione sistemica e, nel caso considerato, propriamente *infrastrutturale*, il tempismo con cui un dato contesto economico-finanziario (un «Sistema-Paese», se si vuole) viene a muovere i primi reali passi nel senso dell'effettiva adozione del «nuovo» assume una importanza centrale, nella misura in cui il *time-to-market* costituisce un elemento che distingue e distinguerà gli ordinamenti, i quali saranno riusciti a creare un ecosistema di norme, prassi di vigilanza e operative idonee ad

accogliere processi innovativi d'avanguardia, da quelli che si renderanno mero «territorio di conquista» di soluzioni pensate e sviluppate altrove. In questa prospettiva, occorre allora fermare l'assunto che, nel campo degli strumenti finanziari e delle infrastrutture di mercato, l'innovazione finanziaria è – non solo *technology-driven*, ma anche, e in pari misura – *regulation-driven*.

Del resto, se è un fatto che «*lo sviluppo della finanza digitale sta rivoluzionando l'intero settore finanziario con l'introduzione di nuovi modelli di business, operatori, servizi e prodotti, nonché nuove forme di user experience*» (Libro, p. 21), può altresì stimarsi come sicuro che la concreta diffusione di tali innovazioni in un contesto economico – per quanto qui rileva, quello italiano e, più in generale, quello europeo – non è un dato di fatto (un *prius* dal punto di vista logico), ma dipende dall'effettiva sussistenza delle condizioni per «scalare» quelle tecnologie. Gli investimenti necessari per avviare le dinamiche trasformative qui considerate richiedono la previa formazione di un quadro legale che, nel rispetto del principio di neutralità tecnologica (su cui cfr. anche i cenni svolti *infra*), fornisca un sufficiente livello di affidamento circa l'assenza di impedimenti normativi, che siano ostativi all'evoluzione del sistema finanziario verso un superiore livello di digitalizzazione mediante la diffusione delle tecnologie a registro distribuito.

Da questo punto di vista, occorre subito evidenziare che – ad avviso degli estensori delle presenti note – il cuore della questione attiene essenzialmente alla sussistenza o meno delle precondizioni affinché i *cryptoassets* e, in particolare, quelli relativi a strumenti finanziari (*security token*) possano raggiungere in un lasso temporale conveniente un sufficiente *livello di liquidità*: nel senso che solo l'aspettativa della destinazione dei *cryptoassets* a sedi di negoziazione (mercati regolamentati, MTF e OTF) potrà attivare un meccanismo evolutivo tale da rendere l'ordinamento considerato quale luogo attrattivo per esperienze di innovazione (cfr. anche la proposta di regolamento sul *DLT Pilot Regime*, p. 4: «*l'assenza di un mercato secondario basato sulla DLT limita gli incrementi di efficienza e lo sviluppo sostenibile di un mercato primario degli strumenti finanziari che assumono la forma di criptoattività*»). In quest'ottica, va pure tenuto in massima considerazione il fatto che, nella misura in cui l'elemento connotante dei *cryptoassets* attiene alle tecnologie per l'emissione, la registrazione, la circolazione e la corresponsione dei pagamenti relativi agli atti circolatori (adempimento che, nell'impianto normativo corrente, costituisce il presupposto dell'efficacia *inter partes* ed *erga omnes* del trasferimento di strumenti finanziari: c.d. *delivery-versus-payment*, DVP, art. 39 CSDR), la disciplina rilevante non è

in sé limitabile ai profili attinenti al *token* come bene. Piuttosto, essa tende a sconfinare ne – o comunque si intreccia con – la *regolamentazione delle infrastrutture di mercato* (sia in relazione al *trading* che al *post-trading*)<sup>1</sup>.

Tanto rilevato, non ci sembra possibile immaginare che una strategia del legislatore nazionale, che voglia dirsi efficace – nel senso di consentire uno sviluppo armonico dell’innovazione e di attrarre nel contesto competitivo europeo investimenti nel Paese che, per vero, vanta di eccellenze uniche nel settore – possa dapprima limitarsi a fornire un quadro che si occupi esclusivamente del profilo della emissione dei *cryptoassets* e della loro circolazione «privata» (*i.e.* al di fuori di sedi di negoziazione), e solo in un secondo momento si occupi dei nessi tra DLTs e disciplina dei mercati secondari (cfr. più ampiamente *infra*).

Né sarebbe corretto ritenere che tali profili attengano esclusivamente al piano della legislazione europea, senza che residuino utili spazi di intervento per il legislatore nazionale (cfr. infatti l’introduzione di quadri normativi a contenuto generale e non provvisorio in Francia e Germania); ciò, pure nella consapevolezza dell’esistenza di alcuni vincoli normativi, come pure di alcune scelte di vertice operate a livello europeo (segnatamente, il progetto di consolidamento tra Target2 e Target2Securities), che potrebbero costituire degli ostacoli a un’effettiva diffusione massiva delle tecnologie in discorso nel *trading* e nel *post-trading* e che, in un certo senso, pongono alcune istituzioni europee, se forse non proprio in un conflitto «decisionale» rispetto alla posizione da assumersi con riferimento alle DLTs, comunque in una certa condizione di «imbarazzo» rispetto a una tecnologia sopravvenuta, che potrebbe richiedere di rimeditare alcune scelte – con correlativi investimenti finanziari – effettuate in passato.

In questa prospettiva, va osservato che allo stato non sussiste un *obbligo giuridico* che imponga la convergenza di (tutti o alcuni dei) CSD verso T2S, giacché i rapporti tra i CSD aderenti a T2S e T2S sono costruiti come contratti di *outsourcing* a seguito dell’adesione volontaria a un *Framework Agreement*; in assenza del quale obbligo, occorre meditare sulla opportunità – se non

---

<sup>1</sup> Come si evidenzierà *infra*, n. 6, un tema cruciale all’interno della materia qui considerata è quello attinente alla effettiva praticabilità di un sistema che consenta il *settlement on-chain* delle transazioni, senza necessità di duplicazione di tale attività su registri proprietari (non distribuiti) del CSD. Sul punto, dubbi sono stati espressi al livello delle istituzioni europee circa la insuperabile necessità di un *settlement off-chain*, a motivo dell’esigenza di garantire la definitività delle transazioni. In realtà, un simile assunto andrebbe rimeditato alla luce delle effettive caratteristiche infrastrutturali e applicative che possono assumere le piattaforme *DLT-based* (cfr. per l’appunto, il n. 6).

addirittura della legittimità sulla base del principio concorrenziale e di quello della libertà d'impresa – di eventuali barriere/limitazioni *di fatto* allo sviluppo di infrastrutture di *post trading* decentralizzate, derivanti dal potere di mercato conseguito dai CSD aderenti a T2S. Tanto più questo discorso rileva, se si considera che il *DLT Pilot Regime* apre all'ipotesi di una (*single- o double-ledger*) DVP *on-chain* mediante token di pagamento (*e-money token*), come definendi e regolandi dal regolamento MICA (cfr. art. 4, par. 3, lett. f della proposta di *DLT Pilot Regime*: «*il regolamento dei pagamenti può essere effettuato tramite moneta della banca centrale, ove possibile e disponibile, oppure, ove non sia possibile né disponibile, tramite moneta della banca commerciale, anche sotto forma di token o in token di moneta elettronica*»)<sup>2</sup>. Col che, ci vien fatto di pensare che la DVP con *e-money token* possa, in prospettiva, essere affiancata – e financo sostituita – da una *central-bank-digital-currency* (CBCD), che all'evidenza consentirebbe di elidere ogni rischio di controparte connesso con l'eventuale insolvenza dell'emittente del *token* di moneta elettronica. Così procedendo, si assommerebbero i benefici del ricorso a infrastrutture DLT per il (*trading* e) *post-trading*, con quelli propri del regolamento *in tempo reale* delle transazioni in moneta di banca centrale.

### 3. *Sui rapporti tra quadro normativo in materia di security token e sandbox regolamentare*

Prima di convergere verso un maggiore grado di dettaglio in ordine ai profili normativi più da vicino toccati dalle considerazioni che precedono (*infra*, n. 5), ci è sembrato utile dedicare qualche rapidissima considerazione in ordine alla c.d. *sandbox* regolamentare (l. 28 giugno 2019, n. 58, che ha convertito il d.l. 30 aprile 2019, n. 34; d.m. MEF 30 aprile 2021, n. 100), cui fa riferimento il Libro Verde, là dove afferma che l'esigenza di dotare l'Italia di un quadro normativo in materia di *security token* è emersa «*unitamente all'obiettivo di promuovere l'innovazione tecnologica applicata al settore finanziario grazie al Comitato Fintech e alla regulatory sandbox*» (Libro, p. 21).

---

<sup>2</sup> In questa prospettiva, appaiono di rilevante interesse le iniziative della *Banque de France*, la quale sta promuovendo analisi ai fini dello sviluppo di un canale di pagamento in CBDC su base collateralizzata di depositi in Euro: cfr. <https://www.banque-france.fr/en/financial-stability/market-infrastructure-and-payment-systems/central-bank-digital-currency-cbdc/wholesale-cbdc>

La congiunzione tra *sandbox* e quadro provvisorio in materia di *security token*, operata dal passaggio appena trascritto, sembra suggerire una strumentalità del secondo rispetto al primo: nel senso che l'esistenza del regime transitorio consentirebbe, in specie nel contesto delle *sandboxes*, «di iniziare a sfruttare il potenziale delle nuove tecnologie e di acquisire conoscenze preziose sull'uso della DLT e, dal lato del legislatore e delle Autorità di vigilanza, di individuare gradualmente i profili di maggiore criticità e le esigenze di aggiornamento della regolamentazione vigente» (Libro, Allegato Tecnico, p. 38).

In realtà, in ragione di quanto già osservato (*supra*, n. 2), sembra a noi di poter dire che un ipotetico quadro normativo provvisorio potrebbe essere effettivamente utile a un *jumpstarting* (nel solco di adeguati presidi di tutela per l'utenza) dei *security token* nell'ordinamento italiano, solo a condizione che esso venga a regolare da subito, nei non marginali spazi concessi dal regolamento CSDR e dal *framework* MiFID, l'ipotesi della «dematerializzazione digitalizzata», *i.e.* l'emissione nativa (inclusa la *notarization*), il mantenimento dei conti *top-tier* e il regolamento degli scambi realizzati su infrastrutture basate su DLTs (per qualche profilo di maggiore dettaglio operativo, cfr. *infra*). Il tutto, al fine di evitare che l'innovazione in tale campo resti bloccata in attesa di un – comunque auspicabile – intervento sull'art. 3 CSDR in senso neutrale rispetto alla *modalità di rappresentazione* del titolo emesso, che superi ogni possibile spazio di dubbio in ordine alla possibilità di una rappresentazione su DLT degli strumenti finanziari<sup>3</sup>.

Per contro, ove il regime disciplinare ipotizzato si limitasse a dettare un quadro normativo limitato ai profili attinenti all'emissione dei titoli di credito azionari o obbligazionari in forma tokenizzata (in questo senso, potrebbe dirsi, di «diritto cartolare crittografico»), è ragionevole ipotizzare che l'impatto operativo di simili quadri provvisori sarà – non certo assente, ma – tutto sommato modesto, limitandosi semplicemente a comprovare la praticabilità di operazioni di sperimentazione che già sono realizzabili nell'oggi.

---

<sup>3</sup> Idealmente, la soluzione nazionale potrebbe opportunamente ispirarsi a quanto la normativa tedesca ha recentemente introdotto in tema di emissioni digitali (fase di *pre-issuance*), così come potrebbe considerarsi l'ipotesi di mutuare la normativa francese in relazione ai servizi di *notarization* e *central maintenance*. In prospettiva, il massimo dell'approccio innovativo dovrebbe in ogni caso misurarsi con il tema del *settlement on-chain* (cfr. *infra*, n. 6) e del regolamento in CBDC, di cui si è detto sopra.

E infatti, l'attuale assenza di un quadro normativo generale in materia di *security token* non impedisce, a ben vedere, che si possa comunque svolgere – già nel contesto normativo attuale – attività utile nella prospettiva dell'innovazione, in forma di *proof of concept* (POC), atteso che quelli già svolti o in fase di svolgimento sembrano avere sufficientemente comprovato che la tecnologia è, da un lato, «*fit for purpose*» e, dall'altro, non incompatibile in sé e in via generale (e ferme restando tutte le precisazioni svolte nelle presenti note) con il quadro regolatorio attuale. In particolare, in relazione a specifiche operazioni, possono essere effettivamente realizzate – in conformità con la normativa in essere – delle emissioni «tokenizzate» che nei fatti si caratterizzano come «*mirroring*» dell'emissione cartacea o dematerializzata, comunque effettuata. Simili iniziative appaiono già di per sé sufficienti a far conseguire all'industria maggiore familiarità con le tecnologie, oltre che per analizzare gli effettivi impatti in termini di *streamlining* dei processi e riduzione dei costi, come pure delle caratteristiche proprie degli *smart contracts* in termini di automatizzazione di funzioni. Quello del *mirroring* costituisce, del resto, un meccanismo già utilizzato dagli *international central securities depositaries* (ICSDs) per l'emissione degli eurobonds, storicamente «immobilizzati» come da art. 3 CSDR.

#### 4. Sui rapporti tra quadro normativo in materia di security token e il DLT Pilot Regime

Fermato quanto precede, merita una distinta considerazione la scelta, che emerge dal Libro Verde, di «accodare» lo sviluppo di un compiuto *framework* normativo italiano nella materia considerata agli esiti e agli sviluppi del quadro europeo (segnatamente, il c.d. *DLT Pilot Regime*). In particolare, afferma il Libro Verde (p. 21) che l'esigenza di dotare l'Italia di una cornice legislativa in materia di *security token* sussiste «*anche in vista della futura applicazione del regolamento UE relativo al c.d. regime pilota DLT*». Inoltre, l'Allegato (p. 38) precisa che «*sulla base delle evidenze raccolte durante tale fase transitoria e alla luce delle modifiche introdotte dal citato regolamento UE relativo al c.d. regime pilota DLT, in una seconda fase sarebbe poi definita la cornice normativa volta a consentire, a regime, l'emissione e la circolazione in forma digitale di tutti gli strumenti finanziari*».

L'efficacia di una simile prospettiva andrebbe a nostro avviso ulteriormente considerata, in particolare sotto due distinti profili.

In primo luogo, va rimarcato il fatto che una ipotetica disciplina in materia di emissione di titoli di credito su registri distribuiti non direbbe molto in ordine



al regime di emissione e circolazione di tali strumenti, ove soggetti all'obbligo di deposito accentrato presso un CSD (non potendosi intravedere all'orizzonte un superamento di tale obbligo, se non nei limitati spazi del *DLT Pilot Regime*, dove peraltro l'MTF potrebbe meramente assommare le funzioni del CSD, soggiacendo quindi alla relativa disciplina). In tal caso, infatti, tutto il sistema normativo esistente ruota intorno alla necessità che «*gli emittenti stabiliti nell'Unione che emettono o hanno emesso valori mobiliari ammessi alla negoziazione o negoziati in sedi di negoziazione provved[a]no affinché tali titoli siano rappresentati mediante scrittura contabile tramite accentramento o a seguito di emissione diretta in forma dematerializzata*» (art. 3 CSDR). Inoltre, il regolamento italiano sul *post-trading* estende questo obbligo anche agli strumenti non destinati a sedi di negoziazione emessi da società aventi altri titoli già destinati a una sede di negoziazione.

A fronte di ciò, un regime provvisorio in materia di titoli di credito “tokenizzati” (quale modalità di rappresentazione dei titoli che si distingue dalla disciplina civilistica dei titoli di credito per l'assenza della *chartula*, e dalla dematerializzazione classicamente intesa per la differente natura del supporto tecnologico, da cui consegue la inessenzialità logica di un depositario centrale<sup>4</sup>) non dispiegherebbe alcun rilevante impatto sui temi sopra considerati, nella misura in cui si dirigerebbe per definizione a regolare esclusivamente *security token* non soggetti al regime di dematerializzazione.

Non è un caso, del resto, se le normative in materia di titoli di credito “tokenizzati” (nel senso testé delineato), esistenti a livello europeo, escludano dal proprio perimetro applicativo gli strumenti soggetti a deposito accentrato. Si veda, ad esempio, in relazione all'ordinamento francese, il combinato disposto degli artt. L211-3 e del L211-7 del *Code Monétaire et Financier*, dove il primo stabilisce che «*les titres financiers, émis en territoire français et soumis à la législation française, sont inscrits soit dans un compte-titres tenu par l'émetteur ou par l'un des intermédiaires mentionnés aux 2° à 7° de l'article L. 542-1, soit, dans le cas prévu au second alinéa de l'article L. 211-7, dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé*» (enfasi aggiunta), e il secondo che «*les titres financiers qui ne sont pas admis aux opérations d'un dépositaire central doivent être inscrits, au nom du propriétaire des titres, dans un compte-titres tenu par l'émetteur ou, sur décision de l'émetteur, dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé mentionné à l'article L. 211-3*»). Tale approccio dimostra che per gli

---

<sup>4</sup> Peraltro, come si chiarirà *amplius infra*, n. 6, ciò non esclude che strumenti finanziari “tokenizzati” possano essere emessi e gestiti in modalità pienamente compatibili con l'adempimento degli obblighi di cui al CSDR.

strumenti finanziari destinati a un secondario attivo e liquido occorre concentrarsi sulla modalità di *rappresentazione* digitale degli strumenti e delle vicende che li interessano; mentre sarebbe destinato a passare in secondo piano il tema delle modalità di emissione<sup>5</sup>.

Se un quadro normativo sui titoli di credito “tokenizzati” non agevolerebbe di per sé l’applicazione del *DLT Pilot Regime* nell’ordinamento italiano, dubbi sussistono anche in ordine all’opportunità di una strategia nazionale, che non si strutturi come meramente dipendente dalle sorti del (e che comunque non riponga una *over-reliance* sul) *DLT Pilot Regime*, di cui sono già stati individuati limiti e criticità.

*Da un lato*, la bozza attualmente pubblicata include nel proprio *objective scope* solo le *transferable securities* («valori mobiliari») di cui alle lettere a) e b) del punto 44 dell’art. 4 di MiFID II, con esclusione delle altre categorie di valori mobiliari e degli altri strumenti finanziari (quindi, opzioni su azioni e obbligazioni, strumenti del mercato monetario, quote di organismi di investimento collettivo del risparmio, derivati, contratti per differenza, quote di emissione). Non irrilevanti limiti di volume (2,5 bn di AUM) sono anche previsti.

*Dall’altro*, anche volendo bonariamente assumere che il *DLT Pilot Regime* entri in vigore il 1° gennaio 2023, le tempistiche di sviluppo ivi prospettate destano più di una preoccupazione. Al riguardo, si consideri che l’art. 10 del *DLT Pilot Regime* assegna all’ESMA un termine massimo di *cinque anni* per presentare alla Commissione una relazione sulle esperienze condotte e sui relativi rischi e vantaggi, in esito alla quale la Commissione potrà proporre al Parlamento:

- (i) la proroga per un altro periodo del regime pilota;
- (ii) la sua estensione ad altre tipologie di strumenti finanziari che possono essere emessi, registrati, trasferiti o memorizzati in una DLT;
- (iii) la sua modifica;
- (iv) la sua trasformazione in un regime permanente (con o senza modifiche);  
la sua soppressione.

---

<sup>5</sup> Questo consiglia di evitare di cadere in una netta distinzione normativa tra il piano del «meramente» elettronico (la dematerializzazione nelle forme tecnologiche attuali) e quello del «digitale» (che sarebbe integrato dal ricorso alla DLT).

Per valutare l'adeguatezza delle tempistiche di un ragionevole passaggio «a regime», occorrerebbe provare a pensare non solo in quale condizione si potrebbero trovare, fra cinque anni, ordinamenti come quello britannico o statunitense, o gli ordinamenti asiatici più evoluti dal punto di vista dei servizi finanziari, ma anche alla propensione all'uso delle tecnologie digitali manifestate dagli utenti finali che a quei mercati si rivolgerebbero. Alla luce di queste considerazioni, il *DLT Pilot Regime* (nei suoi contenuti attuali) potrebbe in effetti anche leggersi come un freno e non come uno stimolo all'innovazione.

5. *Sull'esigenza di rendere immediatamente applicabile le disposizioni normative già esistenti in materia di smart contracts*

Tematizzato il problema in questione nei termini che precedono, di seguito vengono svolte alcune più puntuali considerazioni sulle direttrici di intervento normativo che potrebbe opportunamente sviluppare l'ordinamento italiano.

In particolare, alla luce di tutto quanto è stato sopra argomentato, riteniamo che sussista l'esigenza di intervenire in tre distinte aree.

1. La prima, nel senso della resa immediatamente operativa delle disposizioni in materia di *smart contracts* già esistenti nell'ordinamento italiano (in questo, n. 5).
2. La seconda, volta a definire un quadro giuridico efficace in materia di scritture contabili basate sulle tecnologie di registro distribuito (*infra*, n. 6).
3. La terza, relativa alla definizione di un quadro normativo in materia di titoli di credito "tokenizzati" (*infra*, n. 7).

Come anticipato, il primo livello si pone a monte della disciplina degli strumenti finanziari, attenendo al piano generale della predisposizione di una disciplina sugli *smart contracts*, che li renda effettivamente idonei alla generazione di *token*, *i.e.* beni/diritti digitali (ancorché non soggetti a circolazione cartolare). L'esigenza di un simile set di regole risponde non solo a un principio di coerenza generale dall'ordinamento, conseguendo anche al rilievo che i *token*, di per sé, sono in grado di riguardare «asset class» molto eterogenee, e non solo titoli di credito (di cui sarebbero una mera rappresentazione digitale, che si porrebbe a fianco della, ed in continuità alla, dematerializzazione, a sua volta rappresentazione elettronica, di titoli di credito non più incorporati – in entrambi dei casi - nella *cartula* che ne era

elemento caratterizzante anche nella teorica giuridica tradizionale che è stata in tal senso ormai superata) . In ogni caso, l'effettiva applicabilità di una disciplina siffatta è necessaria anche ai fini della piena funzionalità di un quadro normativo in materia di titoli di credito rappresentati da *token*.

Al riguardo, molto opportunamente l'art. 8 *ter* («*Tecnologie basate su registri distribuiti e smart contract*») del d.l. 14 dicembre 2018, n. 135, conv. in l. 11 febbraio 2019, n. 12 ha introdotto nel nostro ordinamento una disciplina mirante a garantire agli *smart contracts* l'efficacia. In particolare, il co. 1 della disposizione in discorso definisce le «*tecnologie basate su registri distribuiti*» come quelle «*tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetturealmente decentralizzato su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l'aggiornamento e l'archiviazione di dati sia in chiaro che ulteriormente protetti da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili*». Conseguentemente, il co. 2 definisce lo «*smart contract*» come «*un programma per elaboratore che opera su tecnologie basate su registri distribuiti e la cui esecuzione vincola automaticamente due o più parti sulla base di effetti predefiniti dalle stesse*».

Passando dal piano definitorio a quello disciplinare, la norma in questione stabilisce un duplice gruppo di effetti, da riferirsi alle tabulazioni/risultanze sulla *chain* di cui a un *distributed ledger*. Da un lato, il co. 3 dispone che «*gli smart contract soddisfano il requisito della forma scritta previa identificazione informatica delle parti interessate, attraverso un processo avente i requisiti fissati dall'Agenzia per l'Italia digitale con linee guida da adottare entro novanta giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto*»; dall'altro che «*la memorizzazione di un documento informatico attraverso l'uso di tecnologie basate su registri distribuiti produce gli effetti giuridici della validazione temporale elettronica di cui all'articolo 41 del regolamento (UE) n. 910/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 luglio 2014*».

Senonché, nonostante il co. 4 dell'articolo qui considerato disponga che «*entro novanta giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto, l'Agenzia per l'Italia digitale individua gli standard tecnici che le tecnologie basate su registri distribuiti debbono possedere ai fini della produzione degli effetti di cui al comma 3*», tali standard tecnici fanno ancora difetto, nonostante il decorso di oltre tre anni da quando avrebbero dovuto essere individuati. È facile percepire il pregiudizio che deriva al sistema economico italiano dall'assenza di una

norma-guida in ordine alle specifiche tecnologie che potranno essere impiegate ai fini descritti.

Peraltro, nel contesto di una auspicabilmente prossima emanazione della regolamentazione da parte dell'AGID, la delicatezza che la definizione delle condizioni di «*eligibility*» di una tecnologia DLT, ai fini dell'imputazione degli effetti sopra indicati (forma scritta e data certa), potrebbe suggerire l'opportunità di «innalzare» il livello gerarchico della regolamentazione, andando più nel dettaglio rispetto ai contenuti attuali della richiamata stringa definitoria di fonte primaria. Com'è ovvio, tale più precisa regolamentazione primaria non dovrebbe riguardare le specifiche strettamente informatiche, bensì i principi ordinatori delle logiche di disegno e funzionamento infrastrutturale che si riterranno adeguati allo scopo. Pensiamo infatti che una simile perimetrazione delle caratteristiche tecnologie «accettate» non violi il principio di neutralità tecnologica, nella misura in cui tali caratteristiche siano necessarie e sufficienti a tutelare gli interessi sottesi a una simile regolamentazione. Piuttosto, si avrebbe così un effettivo irrobustimento del principio di neutralità.

6. *Sulla necessità di dettare una definizione e una disciplina della scrittura contabile («book entry») e del «conto titoli» basati sulle tecnologie di registro distribuito*

Veniamo quindi al punto che, sulla base della disamina sopra condotta, sembra a noi affatto centrale nella prospettiva di rendere l'ordinamento italiano un luogo dove sia possibile avviare un sostanziale processo di innovazione nella fornitura dei servizi finanziari e recuperare il *gap* rispetto ad altri mercati europei: ciò, sia nella prospettiva di mettere l'ordinamento interno nelle condizioni di poter beneficiare al meglio delle potenzialità connesse con l'adozione a livello europeo del *DLT Pilot Regime*, sia – se non anche soprattutto – per consentire l'avvio dei processi trasformativi in discorso, a quadro normativo (europeo) invariato come fatto in altri paesi dell'Unione, cui l'Italia potrebbe utilmente guardare<sup>6</sup>.

In particolare, il punto nodale della vicenda consiste, a nostro avviso, nella possibilità degli operatori di fare affidamento su un quadro giuridico nazionale che fornisca certezza in ordine alle condizioni in base alle quali le movimentazioni dei registri distribuiti si qualificano come scrittura contabile

---

<sup>6</sup> Strategicamente, andrebbe anche considerata l'ipotesi di come garantire competitività all'ordinamento italiano là dove il *DLT Pilot Regime* fosse ritardato nella sua adozione, o il suo ambito di applicabilità venisse ulteriormente ristretto.

(«*book entry*», nell’art. 3 CSDR, il quale non dà alcuna definizione al riguardo, così rimettendo il tema qualificatorio alla legislazione nazionale: cfr. ESMA, *Report to the European Commission Use of FinTech by CSDs*, p. 19, dove si afferma che «*the legal nature of a securities account (i.e. statutory record, contractual construct, or accounting device) and the legal nature and effects of book entries are still embedded in national law*») e, correlativamente, delle condizioni alle quali registri distribuiti possono essere idonei ad accogliere «conti titoli» movimentati mediante scritture contabili ai sensi del CSDR (art. 2, par. 1, n. 28).

È appena il caso di sottolineare che un simile intervento normativo renderebbe *ipso facto* praticabile l’emissione di strumenti finanziari “tokenizzati” destinati allo scambio sulle sedi di negoziazione (senza le limitazioni proprie del *DLT Pilot Regime*), senza la necessità di un quadro normativo dedicato, potendosi in tale scenario fare diretta applicazione dell’esistente disciplina della dematerializzazione (artt. 83 – 89 t.u.f.), adottata in Italia ben prima che in molti paesi in ambito europeo e già fatta oggetto di elaborazione anche sul piano civilistico della teoria dei titoli di credito: disciplina che, pertanto, sarebbe la medesima, indipendentemente dal fatto che la *chartula* sia sostituita da una dematerializzazione digitalizzata (*recte*: “tokenizzata”) o da una dematerializzazione «meramente» *elettronica* (*recte*: non “tokenizzata”). Inoltre, il fatto che tale innovazione avvenga nel contesto dell’attuale «filiera di custodia» degli strumenti finanziari scambiati su sedi di negoziazione, la quale è in toto soggetta a CSDR e MiFID II, costituisce un profilo affidante circa la prudente gestione dei rischi operativi connessi con tale trasformazione.

In termini di maggior dettaglio, due sono i profili che, al fine ora considerato, richiedono un intervento dal punto di vista normativo:

- *in primo luogo*, quello delle condizioni alle quali una tecnologia di registro distribuito viene effettivamente a qualificarsi come scrittura contabile, anche alla luce dell’art. 2215-*bis* c.c.<sup>7</sup>;
- *in secondo luogo*, quello delle condizioni al ricorrere delle quali può ritenersi che un dato conto titoli (composto di scritture contabili a valere

---

<sup>7</sup> Potenzialmente, con un grado di generalità della disciplina anche maggiore di quello proprio della disciplina francese.

su un registro distribuito) sia *fornito e mantenuto da un dato soggetto* (per quanto qui rileva, il CSD)<sup>8</sup>.

In merito al tema qualificatorio, si tratta di un profilo che si ricollega alla – e costituisce una opportuna estensione della – disciplina «civilistica» delle DLTs, considerata *supra*, n. 5, che precede. In quest’ottica, rilevano le medesime considerazioni già svolte, in ordine alla esigenza di un quadro normativo immediatamente applicabile che chiarisca quali caratteristiche informatiche rendano una tecnologia basata su registri distribuiti *eligible* ai fini considerati.

Anche il restante aspetto insiste sul tema della definizione normativa dei parametri tecnici richiesti alle DLTs. In quest’ambito, occorre a nostro avviso che il legislatore nazionale si misuri nel difficile obiettivo di conciliare, già al livello normativo, il principio di neutralità tecnologica con l’esigenza che le tecnologie individuate come *eligible* siano, appunto, effettivamente in grado di rendersi conformi alla disciplina vigente in ragione della loro idoneità a garantire i presidi essenziali. Quest’esigenza potrebbe anche ipoteticamente portare alla differenziazione della disciplina delle DLT «*eligible*» ai fini dell’art. 2215-*bis* c.c. da quelle «*eligible*» ai sensi del CSDR, vale a dire tali da consentire di imputare al CSD la titolarità delle funzioni svolte mediante le infrastrutture così individuate.

Chiaramente, scopo e portata delle presenti note non consentono di addentrarsi in un tema così complesso. Ci si può pertanto limitare a osservare che una simile esigenza va inquadrata e risolta sul piano della fissazione di requisiti infrastrutturali minimi della DLT, che realizzino un *equivalente funzionale* della situazione di «controllo» sulle risultanze della *chain*, che è

---

<sup>8</sup> A questi fini, è auspicabile che il legislatore non ometta il confronto con altri ordinamenti ove questa analisi è già stata condotta e conclusa (o in stato avanzato) con successo, portando i mercati a evolvere nella direzione di accettare l’introduzione di ambienti tecnologici basati su tecnologia DLT, e la prossima emissione di titoli in un contesto completamente digitalizzato. La disciplina introdotta nel Delaware (USA) appare un «*front runner*» delle normative sull’uso della DLT per la gestione centralizzata dei titoli. <https://legis.delaware.gov/json/BillDetail/GenerateHtmlDocument?legislationId=25730&legislationTypeId=1&docTypeId=2&legislationName=SB69>). Inoltre, merita attenzione il contesto britannico, che, muovendo da un contesto di soggezione alle regole proprie del CSDR, ha optato per un approccio diverso rispetto quello dell’EU, tale da permettere la proliferazione di *venues* e MTF con base digitale, sia per quanto riguarda i *securities token*, sia per quanto riguarda le *currencies* (vedansi esempi come Finality, Archax, Likke, Agora, Nivora).

sottesa alla previsione normativa della obbligatorietà di un depositario centrale (ciò anche nella prospettiva di assicurare la *finality* delle operazioni<sup>9</sup>.

A quanto ci consta, sul piano tecnico tali esigenze possono essere gestite facendo leva sulle caratteristiche di dettaglio della DLTs, quali ad esempio:

- (i) il protocollo di consenso prescelto (in particolare, i sistemi *proof of stake* prevedono l'esistenza di «nodi validatori» selezionati mediante criteri tali da assicurarne l'interesse al corretto funzionamento dei processi; evolvendo questo principio, i sistemi *proof of authority* riferiscono la funzione validatrice a nodi previamente e stabilmente identificati); dal punto di vista infrastrutturale, sussiste la possibilità di differenziare le attribuzioni e le funzioni proprie dei nodi, così che uno di essi (*i.e.* quello riferibile al CSD) possa venire dotato di ruoli e funzioni esclusive («*golden node*»); ciò sembra sufficiente a superare i dubbi che sono stati espressi al livello delle istituzioni europee circa la insuperabile necessità di un *settlement off-chain*, a motivo dell'esigenza di garantire la definitività delle transazioni (cfr. *supra*, n. 2);
- (ii) la natura pubblica (*permissionless*) ovvero privata (*permissioned*) della *chain*; in termini generali, andrebbero considerati i vantaggi in termini di sicurezza di un ambiente *private* e *permissioned*;
- (iii) la determinazione del nodo depositario delle chiavi private associate a un *token*, la previsione di prerogative (ad es., la prestazione del proprio consenso perché una determinata operazione, già validata, possa essere effettivamente registrata sul *layer* interessato della *chain*) di dati soggetti dell'ecosistema applicativo, programmabile mediante lo *smart contracts* (c.d. *allowances*). dove la CSD opera il nodo che rappresenta la *golden source*, è preferibile a un ambiente completamente pubblico più facilmente soggetto ad hackeraggio dei dati. Al riguardo, va rimarcato che solo una errata concezione del principio di neutralità tecnologica potrebbe fondare un argomento opposto a una simile disciplina, nella misura in cui tali parametri tecnologici mirino, in maniera non discriminatoria, a tutelare gli interessi sostanziali sottesi alla disciplina vigente.

---

<sup>9</sup> Cfr. sul punto, ad es., *l'Advisory Groups on Market Infrastructures for Securities and Collateral and for Payments della ECB, The use of DLT in post-trade processes, April 2021*



7. *Sugli auspicabili contenuti di un quadro normativo nazionale in materia di titoli di credito “tokenizzati”*

Quanto osservato nel paragrafo che precede non intende negare l’opportunità che si proceda alla pronta promulgazione di un quadro normativo di «diritto cartolare tokenizzato». Si vuole semplicemente suggerire di considerare un approccio più pragmatico che permetterebbe un recupero del ritardo maturato rispetto ad altri mercati finanziari e più aderente alle aspettative degli utilizzatori, partecipanti o infrastrutture di mercato quali essi siano.

Sul punto, dal Libro Verde si evince l’intenzione di procedere dapprima a un regime temporale limitato all’emissione di obbligazioni di S.p.A., per valutare in seguito *«considerati i profili di novità e i possibili impatti sul sistema bancario e finanziario attuale, in linea con l’approccio graduale adottato a livello europeo nel regime pilota DLT, è allo studio l’introduzione in una prima fase di un regime normativo a carattere transitorio che consenta l’applicazione delle tecnologie DLT solo ad alcuni strumenti finanziari a circolazione limitata (obbligazioni emesse dalle S.p.A.)»* (Libro, Allegato Tecnico, p. 38).

Al riguardo, si osserva anzitutto che, ai sensi dell’art. 34, co. 2 del Provvedimento unico sul *post-trading* della CONSOB e della Banca d’Italia del 13 agosto 2018, *«sono immessi nel sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione, ai sensi dell’articolo 83-bis, comma 2, del TUF»*, oltre ai valori mobiliari destinati a una sede di negoziazione (mercato regolamentato o MTF), *«b) le azioni e altri titoli rappresentativi di capitale di rischio, le obbligazioni e altri titoli di debito, qualsiasi altro strumento finanziario che permetta di acquisire altri strumenti finanziari e i relativi indici, il cui emittente abbia altri strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati italiani, ovvero sia da considerarsi diffuso ai sensi dell’articolo 108 del regolamento approvato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni e integrazioni; c) le obbligazioni e gli altri titoli di debito per i quali l’importo dell’emissione sia superiore a 150 milioni di euro»*.

Questa circostanza conduce a dubitare dell’opportunità della scelta limitativa del regime provvisorio ai soli *bond*. E infatti, in assenza di una modifica all’art. 34 del sopracitato provvedimento, la praticabilità di tali emissioni sarebbe limitata alle S.p.A. prive di altri titoli diffusi o quotati, mentre con riferimento a quelle con titoli diffusi o quotati sarebbe necessario misurarsi con il regime di dematerializzazione (col che, si tornerebbe ai temi considerati

*supra*, n. 6). Quando invece è assai più probabile che i primi a muovere nel senso di operazioni di emissione di *bond* “tokenizzati” siano le *large corporates diffuse o quoted*. Distintamente da ciò, va anche considerato che la concreta fattibilità dei processi di “tokenizzazione” non vive di soli vincoli legali, ma anche di vincoli operativi e di sostenibilità economica. Pertanto, anche in assenza di una delimitazione normativa degli attivi “tokenizzabili” solamente ad alcune *asset classes*, è ragionevole ipotizzare che il mercato si orienterà, in prima battuta, verso quelle più semplici dal punto di vista tecnico-operativo, quali i titoli di debito e i fondi (i quali richiedono meno funzionalità rispetto ai titoli azionari). In questo senso, è evidente che chiunque sviluppasse un sistema a questi fini, dovrebbe seguire la logica dello sviluppo tecnologico e operativo, al fine di ridurre il «*time to market*». Nella medesima prospettiva, si consideri che è del tutto ragionevole assumere che le politiche di investimento degli istituti interessati dalla digitalizzazione del mercato in questione si orienteranno verso un singolo ingente investimento di adattamento, piuttosto che nel senso di investimenti molteplici e frammentati, che risulterebbero più costosi e di ritorno meno immediato. Già oggi, le esperienze di operatori che hanno raggiunto il mercato indicano una preferenza per i titoli «*plain vanilla*», a partire dagli *zero-coupon* e dai titoli a breve termine.

Nel senso dell’opportunità dell’inclusione di tutte le categorie di titoli di credito nel perimetro del nuovo quadro normativo, senza limitazioni a specifiche categoria di strumenti (negli stessi termini, del resto, si sono orientate tanto la legislazione francese che quella tedesca), va invece osservato che le esperienze esistenti a livello europeo (anche solo in termini di POC) indicano che il ricorso *security token* mira ad aumentare le possibilità di accesso a investimenti alternativi e illiquidi – con *focus*, dunque, sul mercato primario. È chiaro, allora, che la “tokenizzazione” di simili forme di investimenti passa anche – e in via maggioritaria, molto probabilmente – attraverso l’emissione di strumenti di capitale o di strumenti finanziari partecipativi. A questi fini, l’adozione di un quadro normativo sui titoli di credito “tokenizzati” (vale a dire, aventi rappresentazione digitale nei termini precisati *supra*, n. 4) consentirebbe di ridurre i costi e le complessità connesse con le emissioni attuali, le quali – come già segnalato *supra*, n. 4 – dovrebbero altrimenti continuare a costruirsi come operazioni di «*mirroring*», senza che il mantenimento di titoli cartacei «immobilizzati» tuteli, nel caso di specie, qualsivoglia significativa esigenza.

Con riferimento ai contenuti di tale quadro normativo, ci limitiamo a evidenziare la sussistenza di una triplice esigenza:

- a) che tale plesso di regolamentazione sia organicamente raccordato – dal punto di vista delle tecnologie «*eligible*» – con la disciplina in materia di DLTs e *smart contracts*, menzionata *supra*, n. 5, come pure con l'ipotetica regolamentazione delle scritture contabili in DLT e dei «conti titoli» in DLT, caldeggiata *supra*, n. 6, (in questo caso, è altresì raccomandabile un allineamento delle disposizioni sostanziali di diritto cartolare emanande a quelle già contenute nella disciplina sulla dematerializzazione, di cui agli artt. 83 ss. t.u.f.); con la differenza che, nell'ipotesi qui considerata, il tenentario del conto dovrebbe a nostro avviso identificarsi (non già, ovviamente, nel CSD, ma) nell'emittente, il quale a propria volta affiderà in *outsourcing* a una società informatica la materiale attività di fornitura/manutenzione del registro (con la possibilità, ma senza la necessità, di identificare il registro distribuito con il libro soci o il libro dei detentori di strumenti finanziari partecipativi);
- b) che la normativa adottata possieda le caratteristiche della immediata applicabilità, senza deleghe ad atti secondari;
- c) con riferimento ai servizi di fornitura/tenuta dei registri distribuiti e di custodia dei *token*, riteniamo che non sia opportuno percorrere la strada, che ha inizialmente imboccato – ma sembra ora stare ripensando – l'ordinamento tedesco, circa l'enucleazione di una nuova figura di prestatore di servizio regolata, avente per oggetto la prestazione al pubblico di servizi di fornitura/manutenzione di infrastrutture DLT e di custodia di *token*; piuttosto, ci sembra di poter dire che le esigenze di tutela ivi sottese potrebbero essere più agevolmente gestite prevedendo che, ove (gli strumenti finanziari rappresentati da) i *token* siano offerti al pubblico o comunque si trovino a essere diffusi, essi debbano essere depositati presso un prestatore di servizi d'investimento abilitato ai sensi della MiFID.

Questo aspetto ci sembra cruciale affinché l'Italia, che pur vanta la più consolidata esperienza, sotto il profilo sia operativo sia giuridico, in materia di titoli emessi, trasferiti, e custoditi in assenza di relativa rappresentazione mediante *chartula*, non si trovi a guadagnare ulteriore ritardo rispetto ad altri ordinamenti europei (i già citati Francia e Germania) ed extra-UE (UK, Singapore, Giappone) che hanno già gettato basi solide verso le trasformazioni che potranno costituire il portato più significativo della *digital finance*.

8. Riflessioni sulle riforme prospettate dal Libro Verde: opportunità di ulteriori aree di intervento, in coerenza con le finalità perseguite dal Libro Verde (cenni).

Il Libro Verde individua ulteriori possibili revisioni della vigente disciplina applicabile volte ad incoraggiare in una l'accesso da parte degli emittenti, e la maggiore partecipazione da parte degli investitori, al mercato dei capitali, cruciale fonte di risorse finanziare complementare al sistema creditizio.

In tale contesto svolgeremo sintetiche riflessioni in merito a taluni ambiti espressamente menzionati dal Libro Verde ed attinenti (i) alla disciplina del regime di responsabilità del Responsabile del Collocamento per informazioni false o per omissioni nel prospetto (Allegato, p. 27, nota 44) (*infra*, n. 9); (ii) alle funzioni e responsabilità delle Autorità di Vigilanza in un'ottica di competitività ed efficienza del relativo operato (Allegato, p. 39) (*infra*, n. 10); (iii) al disposto degli artt. 2412, co. 2 e 2483 c.c. (Allegato, p. 36) (*infra*, n. 11).

Prima di procedere in tal senso, intendiamo tuttavia limitarci a segnalare che ulteriori interventi, non menzionati nel Libro Verde, potrebbero essere oggetto di valutazione ed approfondimento comune alla luce delle finalità proprie delle riforme ivi divise: quali, ad esempio, interventi volti a rendere effettiva la possibilità di reperire risorse dai mercati dei capitali (a) da parte di enti operanti nel terzo settore; (b) nel contesto della emissione di obbligazioni destinate in generale a finanziare, o rifinanziare, progetti legati ad infrastrutture pubbliche, o al settore delle rinnovabili, inclusi biocombustibili e gas attraverso l'applicazione agli stessi di un regime di favore equiparabile a quello previsto dal Codice dei Contratti Pubblici per i *project bonds*, ovvero (c) forme di incentivi per favorire il ricorso al mercato dei capitali al fine di reperire risorse volte a finanziare, o rifinanziare, da parte delle società italiane (in particolare PMI), investimenti strumentali al raggiungimento di obiettivi di transizione energetica (ma diremmo, più in generale, al conseguimento di obiettivi riferibili ai c.d. fattori ESG), nonché di transizione digitale.

9. Revisione della vigente disciplina applicabile al Responsabile del Collocamento.

Il Libro Verde, sottolinea come sia opportuno riconsiderare ruolo e responsabilità del Responsabile del Collocamento. A riguardo, in ragione del ruolo del responsabile del Collocamento, della differente posizione rispetto agli autori materiali del prospetto, nonché delle attività prestate rispetto ai

soggetti incaricati del collocamento, della complessità sotto il profilo civilistico della materia propria della responsabilità da prospetto, di seguito, brevemente analizzate, nel contesto dei possibili interventi esperibili, si valuterebbe come via migliore da praticarsi:

- a) l'abrogazione del vigente art. 94, co. 7, t.u.f., superando la configurazione *ex lege* del Responsabile del Collocamento quale responsabilità da c.d. «*status*», in coerenza con le recenti modifiche apportate alla formulazione dell'art. 94, co. 5, t.u.f., con la disciplina comunitaria nonché con la più corretta ricostruzione civilistica della responsabilità da prospetto;
- b) ove non si dovesse valutare come realizzabile l'abrogazione della norma *de qua*, si propone di valutare la modifica di tale previsione, al fine prevedere che la responsabilità per l'intero prospetto trovi applicazione solo nel contesto di operazioni in cui il Responsabile del Collocamento sia autore, almeno in parte, del prospetto;
- c) ove la responsabilità del Responsabile del Collocamento fosse mantenuta si propone di (i) operare un espresso riferimento al criterio di imputazione della diligenza, con riferimento alla verifica di informazioni fornite dagli altri soggetti; laddove invece il vigente art. 94, co. 7, fa riferimento a «*ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione sono conformi ai fatti e non presentano omissioni tali da alterarne il senso*» replicando la dichiarazione di responsabilità che il Regolamento Prospetti riserva agli autori materiali del prospetto; nonché (ii) chiarire che la stessa trova applicazione solo nel contesto di prospetti «domestici», vale a dire approvati dalla CONSOB quale autorità competente del paese membro di origine.

SUGLI ART. 93-BIS E ART. 94 T.U.F. (DEFINIZIONE, RUOLO E RESPONSABILITÀ DEL RESPONSABILE DEL COLLOCAMENTO) – LA RESPONSABILITÀ DA PROSPETTO COME REAZIONE ALLA VIOLAZIONE DELLE REGOLE UNIFORMI DI CUI AL REGOLAMENTO PROSPETTI

Con scelta non particolarmente felice, la normativa europea lascia agli Stati Membri il potere di individuare il regime di responsabilità del prospetto e i soggetti; circostanza, questa, che rischia di frustrare in radice l'intento del legislatore comunitario di creare un «*quadro armonizzato che assicuri l'uniformità dell'informativa e il funzionamento del passaporto nell'Unione*»

anche alla luce della circostanza che «*le differenze tra gli ordinamenti degli Stati membri potrebbero creare ostacoli al buon funzionamento del mercato interno [dei titoli]*» (cfr. Considerando 4 del Regolamento). Ciononostante, va rilevato che la disciplina europea contiene previsioni da cui la normativa nazionale non dovrebbe discostarsi, proprio al fine di ridurre al minimo il rischio che – a fronte di regole comuni in materia di informativa da rendere nell'ambito del prospetto medesimo, di portata dello scrutinio e dei criteri di approvazione da parte delle autorità comunitarie di volta in volta competenti (finalizzate a preservare parità di trattamento tra investitori ed emittenti all'interno dell'Unione) – si creino regimi di responsabilità eccessivamente eterogenei e, quindi, si determinino disparità sia nella stessa tutela effettiva che gli investitori medesimi potranno attendersi nei diversi Stati membri in caso di violazione di quelle regole (pur comuni) da parte degli operatori del mercato (ovvero delle autorità competenti) cui gli stessi hanno fatto pari affidamento, sia nei costi sottesi all'accesso ai mercati dei capitali da parte degli emittenti e degli altri soggetti coinvolti a vario titolo in tali operazioni.

#### I SOGGETTI RESPONSABILI NEL REGOLAMENTO – GLI AUTORI DEL PROSPETTO. LA RESPONSABILITÀ DELL'INTERO PROSPETTO DELL'EMITTENTE/OFFERENTE

Il nostro legislatore aveva provveduto ad attuare l'art. 6 della Direttiva Prospetti, apprestando una disciplina specifica in materia di responsabilità da prospetto modificando, *inter alia*, gli artt. 94 e 113 del t.u.f.

L'art. 94 t.u.f. contempla due diverse figure di responsabilità: (i) una responsabilità degli autori materiali del prospetto (art. 94, co. 5, t.u.f.) ed (ii) una responsabilità autonoma, da «posizione» o «*status*», dell'intermediario che agisca quale «responsabile del collocamento» nel contesto dell'offerta al pubblico (indipendentemente dall'essere autore materiale del prospetto) (art. 94, co. 7, t.u.f.).

Dal raffronto tra l'art. 6 dell'abrogata Direttiva Prospetti (che l'art. 94 del t.u.f. era chiamato ad attuare) e il corrispondente all'art. 11 del Regolamento Prospetti si può rilevare che la disciplina comunitaria ha sempre inteso limitare la responsabilità per le informazioni contenute nel prospetto esclusivamente agli autori materiali dello stesso, ciascuno per la parte di propria competenza e ferma restando, almeno nelle intenzioni comunitarie, la necessità di individuare, solo tra tali autori, un soggetto che ne fosse responsabile per l'intero.

Significativamente, dalla lettura dei lavori preparatori dell'art. 6 della Direttiva in parola emergeva che i singoli stati membri avrebbero dovuto

individuare (in ogni caso all'interno dei soggetti che hanno contribuito a redigere materialmente il prospetto) un soggetto responsabile per tutte le informazioni in esso contenute, indicando, infatti, che la responsabilità «sia attribuita almeno all'emittente» e, ove diversi, anche «all'offerente ..., alla persona che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato » o «al garante».

La paternità dell'intero prospetto, e la relativa responsabilità, è da attribuirsi agli emittenti ove, come sovente accade, agiscano quali offerenti. L'emittente appare senz'altro il soggetto più idoneo ad assumere l'integrale responsabilità per il prospetto, ed in tal senso è la scelta legislativa operata nella maggior parte degli Stati membri. Nella stessa direzione, poi, depone la tradizione giurisprudenziale e dottrinale formatasi negli Stati Uniti, che a tutt'oggi può contare sulla disciplina di diritto positivo – e relativa interpretazione – più matura e sofisticata.

A fronte di tale contesto di fatto, nel contesto della attuazione della Direttiva Prospetti il legislatore nazionale aveva invece dapprima individuato il Responsabile del Collocamento come soggetto responsabile dell'intero prospetto (e a prescindere dall'esserne autore, anche solo parziale) in luogo dell'emittente/offerente. Modificando tale approccio, con l'intervento di modifica del co. 5 dell'art. 94, t.u.f. si è ora posto in linea con l'approccio europeo

A riguardo, si potrebbe valutare quanto segue:

- a) nel contesto del co. 5 dell'art. 94 t.u.f., adottare una formulazione più chiara da cui si possa dedurre in termini agevoli che l'emittente/offerente è l'unico soggetto, tra quelli ivi menzionati, responsabile per l'intero prospetto ancorché autore solo parziale del medesimo;

e conseguentemente

- b) di abrogare il co. 7 dell'art. 94 t.u.f. in vigore. Avendo infatti individuato, in linea con la disciplina eurounitaria, i soggetti responsabili negli autori “materiali” anche parziali del prospetto e nell'emittente/offerente, non si rinviene più la necessità di individuare un (ulteriore soggetto) responsabile dell'intero prospetto, vale a dire il Responsabile del Collocamento che non abbia partecipato alla relativa redazione (e non esserne quindi autore, nemmeno in via parziale).

DEFINIZIONE DEL RESPONSABILE DEL COLLOCAMENTO – AMBIGUITÀ DELLA  
DEFINIZIONE – DIVERSITÀ RISPETTO AL COLLOCATORE

L'art. 94, co. 7, t.u.f. fonda una responsabilità da prospetto in capo agli intermediari incaricati di agire nel contesto dell'offerta al pubblico in qualità di Responsabili del Collocamento. Ciò sussiste indipendentemente dall'essere tale soggetto l'autore materiale del prospetto, sia – si badi – dall'essere incaricato di collocare i titoli oggetto di offerta presso la clientela. Il Responsabile del Collocamento svolge (al pari dei collocatori) un'attività su incarico dell'emittente medesimo senza però (diversamente dai collocatori) svolgere in tale veste alcun servizio di investimento verso l'investitore finale.

Trattasi quindi di vera e propria responsabilità da prospetto/informazioni non veritiere, e non già di una responsabilità inerente allo svolgimento di un servizio di investimento nei confronti degli investitori (clienti eventualmente dello stesso intermediario), come invece indicato nel Libro Verde che si riferisce alla responsabilità del collocatore. Il Responsabile del Collocamento, anche a mente della definizione dell'art. 93-*bis* t.u.f. non è – e non svolge in tale ruolo le attività del soggetto incaricato come – collocatore.

In particolare, si individuano quali possibili «Responsabili del Collocamento»: (i) il soggetto che intervenga in una fase prodromica ed indipendente rispetto a quella dello svolgimento dell'offerta e del collocamento materiale dei titoli, attività svolta esclusivamente nei confronti dell'emittente/offidente (i.e. «*il soggetto che organizza e costituisce il consorzio di collocamento*»); ovvero (ii) il soggetto che intervenga nella fase di effettuazione dell'offerta e del collocamento svolgendo una funzione di coordinamento dello stesso (i.e. «*il coordinatore del collocamento*»<sup>10</sup>); ovvero (iii) il soggetto nominato in via esclusiva a svolgere il servizio d'investimento di cui all'art. 1, co. 5, lett. c), t.u.f., (i.e. «*il collocatore unico*»).

Anche ove l'intermediario svolga il ruolo di collocatore (unico o meno) e di Responsabile del Collocamento, l'eventuale responsabilità da prospetto, attribuitagli in tale veste, deve tenersi distinta dalla eventuale responsabilità per c.d. «*misselling*» legata allo svolgimento del servizio di collocamento verso la propria clientela, vale a dire dalla c.d. responsabilità da

---

<sup>10</sup> Si noti che questa espressione non è di immediata comprensione, non essendo tale tipo di attività esplicitamente definita dalla vigente normativa applicabile, né configurabile quale servizio di investimento.



intermediazione. Il collocatore unico si qualifica (e risponde quale) Responsabile del Collocamento proprio ed in quanto svolge le necessarie attività individuate nei due lembi precedenti della definizione in parola (*i.e.*, opera quale unico intermediario incaricato nel contesto della operazione, occupandosi altresì della organizzazione del collocamento – anziché della costituzione del consorzio – e del relativo coordinamento).

#### RESPONSABILITÀ DA ATTIVITÀ DI COLLOCAMENTO E RESPONSABILITÀ DA PROSPETTO – DIVERSITÀ E PRESIDI DI TUTELA SPECIFICI

L'intermediario incaricato del collocamento dei titoli (il «collocatore»), è tenuto a mettere a disposizione il prospetto e a consegnarlo agli investitori su richiesta degli stessi, mentre grava su di esso l'obbligo di predisporre e fornire informazioni e documenti specificamente individuati dalla normativa di settore che vanno ad aggiungersi alla documentazione la cui predisposizione grava sugli offerenti (e vale a dire il prospetto). La posizione dell'intermediario nelle due ipotesi è intrinsecamente diversa, giacché il Responsabile del Collocamento presta i servizi dianzi descritti nei confronti dell'offerente da cui ha ricevuto l'incarico, mentre il collocatore, sebbene agisca sempre sulla base di un incarico ricevuto dall'offerente (nella prospettiva MiFID, cliente dell'intermediario), presta un servizio di investimento anche nei confronti degli investitori finali propri clienti. In sostanza e come è noto, significativo portato della MiFID è stato quello configurare il collocamento quale attività bivalente che da servizio svolto nei confronti dell'offerente, in virtù di un incarico ricevuto da quest'ultimo, è divenuto anche, ed anzi in via preminente, un servizio di investimento prestato dall'intermediario nei riguardi degli investitori finali verso i quali si impone il rispetto di specifici obblighi informativi e delle regole di condotta di cui agli artt. 21 e ss. t.u.f. e Regolamento Intermediari.

L'attività del Responsabile del Collocamento prescinde dallo svolgimento di servizi di investimento verso il destinatario del prospetto e consiste nell'organizzare e coordinare (anche ove svolga quale unico intermediario incaricato) il collocamento propriamente detto.

Con scelta non in linea con la Direttiva Prospetti ed ora Regolamento – che riferisce una siffatta responsabilità solo agli autori materiali del prospetto per le parti di propria spettanza, e in via integrale agli emittenti/offerenti – il legislatore fa gravare anche sul Responsabile del Collocamento l'obbligo di assicurare la veridicità e completezza delle informazioni contenute nel

prospetto, di cui risponderà nella sua interezza in misura maggiore che non avendo partecipato alla redazione (nemmeno parziale).

RESPONSABILITÀ DA PROSPETTO – APPLICAZIONE DEGLI ORDINARI PRINCIPI IN MATERIA DI RESPONSABILITÀ DI DIRITTO CIVILE (NON NECESSITÀ DI UNA DISCIPLINA DI LEGGE “*EXTRA ORDINEM*”)

La norma in commento, oltre a non essere probabilmente in linea con il dettato europeo, non contiene una disciplina compiuta in materia, limitandosi a pochi cenni di difficile applicazione, quanto all’individuazione del livello di diligenza richiesta, delle tipologie di verifiche da porre in essere, nonché del ruolo di altri soggetti che a diverso titolo concorrono nella preparazione del prospetto o nello svolgimento dell’offerta.

In termini generali, va in ogni caso rammentato che la responsabilità civile deve perseguire tra i propri scopi quello di diminuire la produzione del danno (sia esso contrattuale sia extracontrattuale) senza paralizzare le attività da cui lo stesso possa occasionare. Un simile insieme di risultati avviene attraverso la efficiente allocazione del relativo costo al soggetto maggiormente idoneo a prevenirlo (il «*cheapest cost avoider*» à la Calabresi). Nella fattispecie qui considerata, si nutrono dubbi sull’adeguatezza della scelta di attribuire un obbligo di verifica *ex post* del prospetto ad un soggetto (il responsabile del collocamento) che potrebbe non intervenire nel processo redazionale. È dubbio che la previsione in discorso venga effettivamente a rafforzare la tutela degli investitori, rispetto a quella che è la disciplina di diritto comune in materia di responsabilità contrattuale e precontrattuale ha apprestato. Come da altri sostenuto, la complessità e l’interazione degli elementi propri alla responsabilità da prospetto, e la conseguente varietà delle prospettive sistematiche assunte nella loro disamina sono tali da farla assurgere, infatti, quasi a «simbolo del processo di ridefinizione delle regole generali di responsabilità».

10. *Interventi inerenti alle funzioni e responsabilità delle Autorità di Vigilanza in un’ottica di competitività ed efficienza del relativo operato (Cooling Period – Responsabilità della CONSOB)*

Come individuato nel Libro Verde, appare importante valutare interventi che possano consentire all’Italia di tornare nuovamente a essere «paese membro di origine», ai fini e per gli effetti del Regolamento, con riferimento alle operazioni di offerta e/o quotazione rivolte ad investitori *retail* in Italia, e che veda quindi CONSOB come autorità competente per la approvazione dei relativi prospetti.

In tale contesto, è davvero agevole rilevare che Lussemburgo e Irlanda attraggono nell'oggi la maggior parte di tali attività, sicché è aumentato in maniera significativa il numero delle operazioni, rivolte a investitori *retail* italiani, effettuate sulla base di documentazione c.d. «*passaportata*», tra l'altro con redazione del prospetto in lingua straniera. Tale *trend*, inoltre, rende quelle autorità punto di riferimento nell'applicazione, e interpretazione, della disciplina in materia di prospetto e informativa agli investitori al dettaglio, nonostante in quei paesi non vengano quasi per nulla svolte operazioni destinate a investitori *retail*. Ciò, a dispetto del fatto che il nostro paese vanta storicamente una esperienza e familiarità con la disciplina in questione, oltre a una comprensione delle esigenze di protezione degli investitori oggettivamente più profonda rispetto agli altri contesti ordinamentali (sia in relazione alle Autorità di Vigilanza, sia in relazione agli operatori del mercato). Si ritiene quindi che, al fine di aumentare la competitività del nostro Paese, sia opportuno un duplice intervento, volto a rendere maggiormente efficiente l'operato della CONSOB, e che possa aiutare a riguadagnare a essa una posizione di primo piano, via via persa nel torno degli anni più recenti.

#### REGIME APPLICABILE AL *COOLING PERIOD*

Al riguardo, ci pare condivisibile la opportunità di rivisitare, tra l'altro, il regime applicabile al *cooling period* dirigenziale, in particolare relativo alle posizioni apicali elettive quali membri della Commissione e Presidenza. Ciò dovrebbe consentire – come avviene in altri Paesi all'avanguardia nella regolamentazione del settore finanziario, quali gli USA – di attrarre interesse per quelle posizioni da parte di operatori con esperienza e conoscenza dei mercati dei capitali, delle relative dinamiche e aspettative. Come riscontrato nei paesi in cui tale confronto, scambio e reciproco integrarsi tra autorità e mercato avviene, la difficoltà di attrarre tali professionalità non deriva tanto da aspetti legati alla remunerazione (la disponibilità nel ricoprire tali incarichi derivando dalla volontà di porre la propria esperienza a servizio del paese di riferimento), quanto dall'esistenza di *cooling period* e regole di presunta indipendenza successiva al mandato, le quali incompatibili con le ordinarie aspettative lavorative di tali profili professionali.

#### INTERVENTI RELATIVI AL REGIME DI RESPONSABILITÀ DELLA CONSOB

Sotto altro aspetto, il Libro Verde sottolinea la opportunità di un intervento normativo volto a modificare, o comunque chiarire, il regime di Responsabilità della CONSOB.

Un tale intervento dovrebbe, a nostro avviso, essere preceduto da chiarimenti in merito alla tipologia di scrutinio sotteso all'approvazione del prospetto nonché della relativa tempistica entro cui l'autorità debba procedere all'approvazione.

La valutazione circa la effettiva portata del regime di responsabilità attualmente previsto in capo alla CONSOB dipende infatti da due aspetti di fondo: l'individuazione dei poteri attribuiti dal Regolamento europeo alle autorità competenti per la approvazione del prospetto (e la relativa tempistica di approvazione), nonché la qualificazione della responsabilità della stessa in termini coerenti con i principi propri della materia di responsabilità da prospetto, nonché di responsabilità della pubblica amministrazione.

#### PORTATA DELLO SCRUTINIO FUNZIONALE ALLA APPROVAZIONE DEL PROSPETTO E RESPONSABILITÀ DELLE AUTORITÀ COMPETENTI – VERIDICITÀ E COMPLETEZZA

Al fine di formulare un giudizio sulla sussistenza in capo alla CONSOB di una responsabilità per l'approvazione di un prospetto riportante informazioni non veritiere, è necessario, in via preliminare, delineare quale sia il perimetro dell'attività alla stessa richiesta in sede di approvazione del prospetto ed esaminare se il controllo, che quest'ultima è chiamata a svolgere, si estenda fino a ricomprendere un giudizio di veridicità e, nel caso, in quali termini e con quali confini. E infatti, solo cristallizzando con certezza la tipologia e del contenuto del controllo atteso dagli investitori sulle informazioni contenute nel prospetto possono configurarsi eventuali profili di responsabilità a carico dell'Autorità. Alla luce del nuovo dettato normativo dell'art. 94, e delle posizioni assunte anche a livello comunitario, la responsabilità della CONSOB, per espressa previsione legislativa, andrà ad aggiungersi a quella dell'emittente solo qualora l'Autorità abbia omesso con colpa grave di svolgere un controllo sulla completezza, coerenza e comprensibilità del prospetto e tale omissione sia risultata causalmente rilevante.

A tal proposito la CONSOB stessa ha indicato le attività in cui sostanzia l'atto di positiva approvazione del prospetto. Per le ragioni già illustrate al riguardo dalla dottrina occupatasi della materia, e, in linea con la interpretazione espressa da altre autorità basandosi *su un'interpretazione letterale della norma stessa nonché sull'esigenza di tempi istruttori idonei alle tempistiche dell'operatività del mercato dei capitale*, si esclude che queste ultime possano estendersi fino a ricomprendere un accertamento diretto della veridicità, ovvero della corrispondenza al vero delle informazioni contenute nel

prospetto stesso. I parametri alla stregua dei quali valutare la completezza delle informazioni incluse in un prospetto sono indicati nel regolamento comunitario che disciplina puntualmente il contenuto del prospetto. Tuttavia, tenuto conto della predetta funzione informativa sottesa alla pubblicazione del prospetto, e del potere riconosciuto all'Autorità di richiedere informazioni supplementari, non si può ritenere che quest'ultima sia chiamata a svolgere un controllo di natura meramente formale, ossia circoscritto alla sola verifica della apparente conformità del prospetto rispetto ai parametri regolamentari.

La CONSOB stessa ha, del resto, chiarito come il giudizio sulla completezza del prospetto debba comprendere anche l'accertamento dell'idoneità di ciascun elemento informativo a rappresentare in maniera compiuta il relativo fatto/dato; escludendo, in tal modo, che ci si possa limitare ad un c.d. *box-ticking* funzionale alla verifica della sussistenza dell'elemento informativo richiesto dal Regolamento.

#### SCRUTINIO DI COERENZA E POTERI DI VIGILANZA E ISPETTIVI

Anche con riferimento allo scrutinio di coerenza, la prima questione che deve essere chiarita è se l'autorità debba procedere ad un mero controllo formale, ovvero se l'autorità debba procedere ad un accertamento di coerenza, e non contraddittorietà, non solo tra le informazioni riportate nel prospetto medesimo ma anche tra queste ultime ogni altra notizia conosciuta o conoscibile da parte dell'autorità stessa. In altre parole, occorre circoscrivere quale siano le informazioni rispetto alle quali l'Autorità deve valutare la coerenza del contenuto del prospetto.

Se è evidente che la prima valutazione che l'Autorità è chiamata svolgere sia una valutazione per così dire «interna» finalizzata a rilevare la presenza di conflitti tra le informazioni presenti nel prospetto, maggiori complessità si annidano nella valutazione della coerenza del prospetto rispetto ad altre informazioni comunque disponibili all'autorità o al mercato.

In relazione a tale scrutinio, il raggio di azione del controllo, che si pretende l'Autorità realizzi, può cambiare significativamente a seconda che lo stesso si intenda riferito alle informazioni cui il prospetto faccia espresso riferimento o indichi come messe a disposizione del pubblico (ma che non siano incluse mediante riferimento nel prospetto, e non ne facciano parte quindi, es. fascicoli integrali dei bilanci dell'emittente, statuto dell'emittente ecc.), ovvero informazioni già disponibili presso l'autorità, tra cui quelle acquisite nell'esercizio dei propri poteri di vigilanza o con riferimento ad istruttorie aventi ad oggetto lo stesso emittente, *ovvero ancora* rispetto ad ogni

informazione comunque acquisibile (attraverso l'uso dei poteri ispettivi) o conoscibile dall'Autorità.

Appare difficile poter sostenere che l'esame di coerenza che l'autorità è chiamata a svolgere debba estendersi fino a ricomprendere ogni informazione potenzialmente disponibile da parte dell'autorità competente attraverso l'esercizio, nel contesto delle istruttorie volte all'approvazione del prospetto, dei propri poteri investigativi e di vigilanza generali ovvero rispetto a quelli comunque diffusi tra il pubblico tramite strumenti di comunicazione di massa. Una interpretazione così ampia dell'attività di verifica da svolgersi nel contesto dei controlli finalizzati all'approvazione del prospetto apparirebbe contraddittoria sul piano pratico (in quanto si tradurrebbe una verifica che per tempi e grado di specificità non rispetterebbe i termini istruttori attesi a livello comunitario), come pure sul piano concettuale in quanto i poteri specificamente attribuiti all'autorità ai fini dell'approvazione del prospetto e di intervento sul suo contenuto sono di ben diversa portata. In termini consimili, appare problematico circoscrivere il reale perimetro della verifica di comprensibilità dei prospetti.

#### NATURA DELLA RESPONSABILITÀ DELLA CONSOB E POTERI ATTRIBUITI NEL CONTESTO DELLA APPROVAZIONE DEL PROSPETTO

Una volta che si sia chiarito il tipo di scrutinio che l'Autorità competente è chiamata a svolgere ai fini dell'approvazione del prospetto, dovrebbe risultare maggiormente delineato l'eventuale ambito di responsabilità della stessa, sicché si possa indagare quale sia la natura di tale responsabilità, ed in tal senso come sia da intendersi il riferimento alla colpa grave, sul quale il Libro Verde pone la propria attenzione.

Tale responsabilità è stata a più riprese indicata come conseguenza della lesione di interessi legittimi e inquadrata dal Libro Verde, seppure incidentalmente, come responsabilità aquiliana *ex art. 2043 c.c.* Tuttavia, in coerenza con le più recenti evoluzioni del diritto giurisprudenziale, si ritiene che la fattispecie in questione somministri una responsabilità da violazione di obblighi previamente sorti in capo alla CONSOB, e perciò abbia natura essenzialmente debitoria. Né circostanza che l'elemento soggettivo sia declinato in termini di colpa grave depone necessariamente per la sua natura aquiliana. Tale limitazione di responsabilità sembra, infatti, analoga a quella prevista dal combinato disposto di cui agli artt. 2236 e 1176, co. 2, c.c. in merito alla responsabilità del prestatore d'opera, là dove la prestazione implichi la soluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà.

Le norme che disciplinano i poteri conferiti all'autorità ai fini dell'approvazione del prospetto, al pari dei generali poteri di vigilanza della stessa, sono, infatti, poste a tutela degli investitori e dell'efficienza e trasparenza del mercato, secondo l'espressione dell'art. 91 t.u.f. Il singolo risparmiatore è titolare, pertanto, di un interesse normativamente qualificato a che l'autorità eserciti correttamente ed adeguatamente nello svolgimento «della propria istruttoria sul prospetto (non tanto i poteri generali di vigilanza quanto) i poteri a questa specificamente conferiti per addivenire alla sua approvazione, nei tempi predefiniti dalla vigente normativa applicabile», e la cui lesione non è altro che la violazione di obblighi di protezione e fonte di responsabilità di natura contrattuale.

11. Interventi inerenti alla disciplina applicabile a titoli di debito di società a responsabilità limitata e in obbligazioni emesse ai sensi dell'art. 2412, co. 2, c.c.

Nel valutare il possibile reperimento di risorse finanziarie da parte di OICR e FIA, il Libro Verde (Allegato Tecnico, p. 36 e nota 70) sottolinea le difficoltà connesse alla sottoscrizione di «*titoli di debito di società a responsabilità limitata o in obbligazioni di società per azioni emesse ai sensi dell'art. 2412, comma 2 del, codice civile. Entrambi questi ultimi temi appaiono meritevoli di ulteriori approfondimenti*». Gli estensori delle presenti note concordano sulla necessità di interventi volti a modificare, chiarire, o abrogare tali disposizioni a seconda di quella che, in un'ottica di politica legislativa, sarà ritenuta la via al contempo più efficace per consentire il ricorso al mercato da parte di emittenti corporate italiani, ed in particolare PMI, al fine di attrarre risorse finanziarie. Il tutto, senza arretramenti quanto al grado di tutela degli investitori *retail*, i cui presidi di tutela sono oramai di natura specifica e per lo più di derivazione europea. In quest'ottica, appare singolare che sia il codice civile ad occuparsene, in luogo della normativa di settore.

A parte ciò, va rilevata l'esistenza di una rilevante incertezza applicativa della disposizione in discorso, che rende problematico l'investimento da parte di operatori istituzionali nazionali ed esteri. La *ratio* di tale norma viene individuata nella necessità di tutelare gli investitori *retail* che acquistino sul mercato secondario titoli che sono stati emessi oltre i limiti del capitale e riserve, in quanto inizialmente destinati a soli investitori professionali (assoggettati a vigilanza prudenziale, secondo l'attuale lettera della norma). Ciò, in ragione del fatto che l'investitore *retail* non sarebbe in grado di valutare autonomamente i rischi connessi ad un indebitamento della società oltre i limiti di cui al primo comma dell'art. (da cui, l'esigenza di una tutela

ulteriore rispetto a quella fondata sul patrimonio dell'emittente, ovvero prevista dalla disciplina di settore).

La norma tuttavia, è poco chiara, come si constata facilmente dal vasto numero di interpretazioni proposte nel diritto vivente con riferimento, ad esempio, all'ambito oggettivo e soggettivo della norma; con la conseguenza determinando l'ineffettività della garanzia per la solvenza.

E infatti, rilevato che la locuzione «garanzia per la solvenza» appare, in questo contesto, ambigua (difatti, alcuni commentatori la assimilano alla garanzia connessa cessione del credito, altri indicano che vi sarebbe una solidarietà nel debito dell'emittente), va osservato che non risulta chiaro se, per aversi responsabilità, il superamento dei limiti debba o meno essere *attuale al momento del trasferimento*.

Inoltre, si segnala che, per quanto riguarda l'ambito soggettivo, l'art. 2412 c.c. fa un confuso riferimento a tre categorie di investitori [vale a dire: (i) investitori professionali (che rispondono della solvenza e per questo devono essere) assoggettati a (alcune tipologie di) vigilanza prudenziale, (ii) investitori professionali, (iii) investitori diversi dagli investitori professionali] che non vengono definite a questi fini, se non indirettamente dalla Banca d'Italia in attuazione dell'art. 11, co. 4-*quinquies* t.u.b., (si veda Bollettino di Vigilanza n. 6, Giugno 2004).

Tra i numerosi problemi applicativi connessi con le indicate ambiguità di fondo della disposizione, si segnala quello che segue. Come parrebbe deducibile dalla *ratio* della norma (e dalla comunicazione di Banca d'Italia sul punto), il soggetto che risponde per la solvenza deve essere «assoggettato a vigilanza prudenziale» (in quanto si vuol garantire che «la garanzia per la solvenza dell'emittente sia prestata da soggetto presumibilmente a sua volta solvibile»). Non è chiaro, tuttavia, come la tutela di questa esigenza si realizzi nell'ipotesi in cui le obbligazioni siano trasferite da un soggetto «vigilato» ad un «investitore qualificato», il quale a propria volta le trasmetta a un investitore *retail*.

Al fine di superare le difficoltà operative legate agli incerti contorni delle disposizioni di cui all'art. 2412 c.c. (e art. 2483 c.c.), che rendono problematico l'investimento da parte di operatori istituzionali italiani ed esteri, si suggerisce:



- a) in primo luogo di modificare il secondo comma dell'art. 2412 c.c. al fine di prevedere che i titoli possano essere destinati ai soli investitori qualificati, escludendo in radice la possibilità sia in sede di primario che di secondario investimenti da parte dei *retail*, ed eliminando così la necessità che vi siano soggetti che rispondano per la solvenza verso investitori che potrebbero comunque fare affidamento, ove investissero comunque in tali titoli, su altri rimedi specifici;
- b) ovvero chiarirne la portata, vale a dire l'ambito oggettivo, identificando i soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale che possono addivenire alla sottoscrizione dei titoli, i soggetti che sono chiamati a rispondere della solvenza della società, nonché la portata di tale garanzia;
- c) ovvero di procedere, come proposto in passato anche dalla CONSOB, alla relativa abrogazione, esistendo norme proprie della disciplina del mercati dei capitali volte ad apprestare una tutela specifica per gli investitori per lo più di derivazione europea.

Con riferimento all'ipotesi *sub c)*, che ricalcherebbe l'approccio seguito dal legislatore con riferimento ad emissioni obbligazionarie disciplinate da normative settoriali (si pensi ai *project bonds*: art. 103-ter, co. 1-ter, t.u.f., con riferimento alle quali non trovano applicazione i limiti di cui all'art. 2412 c.c. proprio ed in quanto i titoli sono destinati a soli investitori professionali, senza che sussista una responsabilità per la solvenza dell'emittente, ma senza, al contempo, consentire un investimento in tali prodotti da parte degli investitori *retail*).

Sin definitiva, si potrebbe valutare di modificare il disposto di cui al secondo periodo del secondo comma dell'art. 2412 c.c., consentendo il superamento dei limiti in caso di emissioni destinate ad investitori professionali ed eliminando, pertanto, sia la necessità che gli investitori siano assoggettati a vigilanza prudenziale sia, conseguentemente, la garanzia per la solvenza dell'emittente posta dalla norma a carico di questi ultimi nei confronti degli investitori non professionali (ad es.: «*I commi primo e secondo non si applicano alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni, ovvero di obbligazioni che [siano detenute da] [possano circolare solo tra] investitori professionali ai sensi dell'articolo 100 del decreto legislativo 24*

febbraio 1998, n. 58»). Simili riflessioni valgono per la emissione di titoli di debito da parte delle s.r.l.

In ogni caso, gli estensori delle presenti note concordano sono d'accordo sulla necessità che – ove non si intendesse procedere nella direzione sopra esposta – comunque si valuti l'opportunità sia di dare indicazioni al mercato in merito al significato specifico, nel contesto, della locuzione «vigilanza prudenziale» cui gli investitori debbono essere assoggettati ai sensi del combinato disposto dell'art. 2412 c.c. (e art. 2483 c.c.) e art. 11, co. 4-*quinquies*, t.u.b. (o in diversi termini, se le indicazioni in tal senso espresse da Banca d'Italia, e fatte proprie nel contesto del Libro Verde, fossero da considerarsi non più attuali), i soggetti che siano chiamati a rispondere della solvenza della società, la portata di tale «garanzia», nonché il relativo trattamento contabile.

\* \* \*

Milano – Trento – Parigi, 4 Maggio 2022

(avv. Paola Leocani, *Simmons&Simmons LLP*)

[paola.leocani@simmons-simmons.com](mailto:paola.leocani@simmons-simmons.com) – +39 02 7250 5570

(prof. Ugo Malvagna, *Università di Trento*)

[ugo.malvagna@unitn.it](mailto:ugo.malvagna@unitn.it) – +39 0461 281872

(prof.ssa Antonella Sciarrone Alibrandi, *Università Cattolica di Milano*)

[antonella.sciarrone@unicatt.it](mailto:antonella.sciarrone@unicatt.it) – +39 02 72342415

(dott. Andrea Tranquillini, *ESMA Post Trade Standing Committee CWG, Custody Solutions Consulting*)

[tranquillini.andrea@gmail.com](mailto:tranquillini.andrea@gmail.com) – + 39 388 7727111