Il governo introduce un regime innovativo per l'emissione e la circolazione di strumenti finanziari digitali tramite DLT

23 marzo 2023

Autori

Angelo Messore
Partner

Francesco Dagnino
Partner

Federico Bonardi
Associate

lexia.it

In vista dell'imminente applicazione del Regolamento Europeo sul c.d. DLT Pilot Regime, il governo italiano ha approvato un Decreto-Legge che riconosce la possibilità di emettere strumenti finanziari in forma digitale tramite *distributed ledger technology* (DLT).

Il decreto prevede una disciplina dettagliata e particolarmente articolata che innova profondamente il quadro normativo applicabile in Italia, introducendo un sistema di emissione e circolazione in forma digitale, alternativo a quelli cartolare e scritturale nel sistema di gestione accentrata.

Grazie alle norme introdotte dal governo, sarà possibile procedere anche in Italia all'emissione e all'offerta di azioni, obbligazioni o altri strumenti finanziari in forma digitale tramite *Security Token Offering* (STO), anche con riferimento a titoli non destinati alla negoziazione, nonché costituire piattaforme di negoziazione dedicate a questa tipologia di strumenti.

▼ ▲ ▼

▼▼

Il Decreto Legge approvato dal governo introduce la possibilità di emettere strumenti finanziari in forma digitale tramite DLT.

Introduzione

Il governo italiano ha approvato, lo scorso 17 marzo, il Decreto Legge n. 25/2023, recante disposizioni in materia di emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale (il "**Decreto**").

Il Decreto è volto a introdurre un regime organico che consenta l'emissione di strumenti finanziari in forma digitale attraverso scritturazioni in un registro tenuto tramite *distributed ledger technology* ("**DLT**").

L'approvazione del Decreto si è resa necessaria in considerazione dell'imminente applicazione, a partire dal 23 marzo 2023, del Regolamento (UE) 858/2022 (il "**DLT Pilot Regime**"), che riconosce la possibilità di costituire piattaforme di negoziazione di strumenti finanziari emessi, per l'appunto, ricorrendo alla DLT in ambito europeo – si veda il nostro *focus* disponibile a questo link.

Mentre il DLT Pilot Regime si applica unicamente agli strumenti finanziari negoziati su DLT MTF, il Decreto prevede la possibilità di ricorrere alla DLT anche per l'emissione di strumenti finanziari non destinati alla negoziazione – ad esempio, azioni o obbligazioni di società non quotate.

Nei seguenti paragrafi si fornisce una panoramica generale dei contenuti del Decreto, delineandone i punti essenziali; stante l'ampiezza dei temi introdotti dalla nuova normativa, seguiranno ulteriori approfondimenti su singoli aspetti di interesse.

▼▼

Le nuove regole si applicano unicamente agli strumenti finanziari digitali elencati dal Decreto, tra cui ad esempio le azioni e le obbligazioni di società per azioni, i titoli di debito di società a responsabilità limitata e le quote o azioni di OICR.

Ambito di applicazione

Il Decreto ha modificato il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (il "**TUF**") specificando che la nozione di "strumenti finanziari" ricomprende gli strumenti emessi mediante DLT.

Non tutti gli strumenti finanziari beneficiano, tuttavia, del regime introdotto dal Decreto; le nuove norme si applicano, infatti, soltanto alle seguenti tipologie di strumenti:

- azioni e obbligazioni di società per azioni;
- titoli di debito emessi da società a responsabilità limitata;
- ulteriori titoli di debito la cui emissione è consentita ai sensi dell'ordinamento italiano;
- ricevute di deposito relative ad obbligazioni e ad altri titoli di debito di emittenti non domiciliati emesse da emittenti italiani;
- strumenti del mercato monetario regolati dal diritto italiano;
- azioni o quote di FIA o OICVM italiani.

La Consob potrà ampliare il novero degli strumenti finanziari assoggettabili al regime di cui al Decreto con proprio regolamento.

Le norme introdotte dal Decreto non si applicano, in ogni caso, alle quote di società a responsabilità limitata o altri strumenti (ad esempio,

utility token o *payment token*) che non rientrano nella nozione di strumenti finanziari.

Il principio comune introdotto dal Decreto è che gli strumenti finanziari sopra menzionati possono essere emessi e trasferiti tramite scritturazioni su un registro per la circolazione digitale tenuto da un responsabile del registro. Viene dunque introdotto un sistema di emissione e circolazione "dematerializzato" che non soggiace, tuttavia, alle regole che caratterizzano il regime ordinario in materia di dematerializzazione previsto dal TUF.

I registri degli strumenti finanziari digitali devono avere delle caratteristiche che ne assicurino la corretta tenuta.

I registri per la circolazione degli strumenti finanziari digitali

Secondo quanto previsto dalla definizione di registro distribuito di cui al DLT Pilot Regime, il registro per la circolazione degli strumenti finanziari digitali consiste in un archivio di informazioni in cui sono registrate le operazioni e che è condiviso da una serie di nodi di rete DLT ed è sincronizzato tra di essi, mediante l'utilizzo di un meccanismo di consenso.

Per garantire la sicurezza e l'affidabilità delle registrazioni, i registri devono:

- assicurare l'integrità, l'autenticità, la non ripudiabilità, la non duplicabilità e la validità delle scritturazioni attestanti la titolarità e il trasferimento degli strumenti finanziari digitali e i relativi vincoli;
- consentire, direttamente o indirettamente, di identificare in qualsiasi momento i soggetti in favore dei quali sono effettuate le scritturazioni, la specie e il numero degli strumenti finanziari digitali da ciascuno detenuti, nonché di renderne possibile la circolazione;
- consentire al soggetto in favore del quale sono effettuate le scritturazioni di accedere in qualsiasi momento alle scritturazioni del registro relative ai propri strumenti finanziari digitali ed estrarre copia in formato elettronico per tutti i fini previsti dalla legge;
- consentire la scritturazione dei vincoli di ogni genere sugli strumenti finanziari digitali;
- garantire l'accessibilità da parte della Consob e della Banca d'Italia per l'esercizio delle rispettive funzioni;

- consentire di identificare i dettagli dei vincoli costituiti sugli strumenti finanziari digitali, secondo quanto previsto dal Decreto.

▼▼

Il Decreto individua le informazioni che devono essere univocamente connesse a ciascuna tipologia di strumento finanziario emessa tramite DLT.

Emissione degli strumenti finanziari digitali

Il Decreto stabilisce delle disposizioni di dettaglio differenziate in materia di emissione in base alla categoria di strumento finanziario preso in considerazione.

Ai fini dell'emissione in forma digitale di azioni, obbligazioni, titoli di debito, azioni o quote di FIA o OICVM, le informazioni univocamente connesse a ciascun titolo – identificate all'interno del Decreto – devono essere rese disponibili in una forma elettronica accessibile e consultabile in ogni momento, eventualmente anche per il tramite del registro medesimo.

Eventuali modifiche ai termini e alle condizioni di emissione di obbligazioni o titoli di debito devono essere rese tempestivamente disponibili con le medesime modalità.

Strategia di transizione

Per ciascuna emissione effettuata su DLT è necessario prevedere una strategia di transizione per il trasferimento delle scritturazioni da un registro a un altro o per il mutamento del regime di forma e circolazione degli strumenti finanziari digitali.

È comunque possibile per l'emittente, in ogni momento, mutare il regime di forma e circolazione degli strumenti finanziari digitali emessi, ovvero passare da un regime di forma e circolazione "tradizionale" al regime digitale introdotto dal Decreto.

▼▼

Il trasferimento della proprietà o di altri diritti relativi agli strumenti finanziari digitali avviene attraverso scritturazioni sui registri tenuti su DLT. Allo stesso modo, la legittimazione all'esercizio dei diritti dei connessi agli strumenti finanziari digitali è determinata sulla base delle risultanze dei registri DLT.

Esercizio dei diritti inerenti agli strumenti finanziari digitali

La scritturazione sul registro degli strumenti finanziari digitali ha l'effetto di legittimare in modo pieno ed esclusivo il titolare dei diritti di proprietà o di altra natura sullo strumento (vale a dire, il soggetto a favore del quale la registrazione è effettuata) all'esercizio degli stessi, in conformità alla disciplina propria di ciascuno strumento e delle disposizioni del Decreto. Il titolare dei diritti sullo strumento può inoltre disporre degli strumenti finanziari digitali in conformità a quanto previsto dalle disposizioni in materia.

La verifica della legittimazione all'esercizio dei diritti connessi agli strumenti finanziari digitali è effettuata dall'emittente sulla base delle scritturazioni del registro.

Chi abbia ottenuto la scritturazione a suo favore, in base a un titolo idoneo e in buona fede, non è soggetto a pretese o azioni da parte di precedenti titolari.

Profili societari connessi alle scritturazioni sul registro

Le scritturazioni sul registro valgono altresì a determinare la legittimazione all'intervento in assemblea e all'esercizio del diritto di voto, nonché al pagamento degli utili e delle altre distribuzioni afferenti agli strumenti finanziari digitali, secondo i criteri individuati dal Decreto.

L'emittente di strumenti finanziari digitali può assolvere agli obblighi di aggiornamento dei libri sociali previsti dal codice civile, ove applicabili, sulla base delle scritturazioni del registro.

Il libro dei soci e il libro degli obbligazionisti possono essere formati e tenuti attraverso il registro per la circolazione digitale, anche in deroga alle disposizioni del codice civile.

Costituzione di vincoli

Il Decreto stabilisce che la costituzione di vincoli su strumenti finanziari emessi in forma digitale debba avvenire unicamente mediante scritturazione nel registro, riportando le informazioni indicate all'interno dello stesso Decreto.

▼▼

Il Decreto riconosce la possibilità di costituire dei vincoli, anche di natura rotativa, sugli strumenti finanziari digitali attraverso le scritturazioni nel registro.

Vengono inoltre disciplinate le modalità di costituzione di vincoli "rotativi" su strumenti finanziari digitali, stabilendosi, tra l'altro, che, per gli strumenti finanziari digitali scritturati in sostituzione o integrazione di altri, la data di costituzione del vincolo è identica a quella degli strumenti finanziari digitali sostituiti o integrati.

Contestualmente alla costituzione del vincolo in parola, devono essere impartite al responsabile del registro – o al gestore del SS DLT o del TSS DLT (come di seguito definiti) – istruzioni scritte conformi agli accordi intercorsi con il beneficiario del vincolo in ordine alla conservazione dell'integrità del valore del vincolo e all'esercizio dei diritti sugli strumenti finanziari digitali sottoposti a vincolo.

Regime applicabile agli strumenti finanziari non scritturati presso un soggetto autorizzato ai sensi del DLT Pilot Regime

Il DLT Pilot Regime prevede che i registri per l'emissione di strumenti finanziari digitali possano essere detenuti unicamente da soggetti autorizzati a gestire un sistema di regolamento DLT ("**SS DLT**") ovvero un sistema di negoziazione e regolamento DLT ("**TSS DLT**").

▼▼

Il registro degli strumenti finanziari non scritturati presso un SS DLT o TSS DLT autorizzati ai sensi del DLT Pilot Regime può essere tenuto soltanto da soggetti iscritti nell'elenco della Consob.

Mentre, pertanto, i requisiti di autorizzazione applicabili ai soggetti che gestiscono strumenti finanziari sottoposti al regime di cui al DLT Pilot Regime sono già disciplinati a livello europeo, il Decreto interviene a dettare i requisiti applicabili con riferimento agli strumenti finanziari emessi in forma digitale che non rientrano nell'ambito di applicazione del DLT Pilot Regime.

A questo riguardo, il Decreto stabilisce che il registro di strumenti finanziari non scritturati presso un SS DLT o TSS DLT possa essere tenuto soltanto da soggetti iscritti nell'elenco della Consob. Si precisa, inoltre, che ogni emissione possa essere iscritta su un solo registro per la circolazione digitale, a cui sia associato un unico responsabile.

In occasione di ciascuna emissione, l'emittente deve:

- notificare alla Consob le caratteristiche della medesima e il relativo responsabile del registro, nonché le ulteriori informazioni eventualmente individuate dalla Consob con regolamento; e
- rendere disponibile ai sottoscrittori le informazioni relative alle modalità operative del registro per la circolazione digitale e ai dispositivi a tutela della sua operatività, tra cui la strategia di transizione.

▼▼

I responsabili del registro possono essere banche, imprese di investimento e gestori di mercati stabiliti in Italia, nonché emittenti (finanziari o non finanziari) e altre società non regolamentate stabilite in Italia.

I responsabili dei registri

I registri per la circolazione digitale possono essere tenuti – limitatamente agli strumenti finanziari che non ricadono nell'ambito di applicazione del DLT Pilot Regime – soltanto dalle seguenti categorie di soggetti:

- banche, imprese di investimento e gestori di mercati stabiliti in Italia;
- altri intermediari stabiliti in Italia limitatamente a strumenti di propria emissione o di entità del gruppo (intermediari finanziari iscritti all'albo di cui all'art. 106 del Testo Unico Bancario, istituti di pagamento, IMEL, gestori di FIA o OICVM e imprese di assicurazione o riassicurazione);
- altri emittenti non finanziari con sede legale in Italia in relazione esclusivamente a strumenti digitali di propria emissione;
- altre società stabilite in Italia diverse delle precedenti; e
- altri soggetti individuati con regolamento dalla Consob.

I depositari centrali italiani che intendono svolgere in via accessoria, previa autorizzazione, anche l'attività di responsabile del registro sono iscritti di diritto nell'elenco.

Le banche e le imprese di investimento stabilite in Italia e i componenti del relativo gruppo non possono prestare attività di negoziazione in conto proprio e collocamento con impegno irrevocabile verso l'emittente con riferimento agli strumenti finanziari digitali scritturati nei propri registri.

▼▼

Per l'iscrizione nell'elenco della Consob è necessario presentare apposita istanza e rispettare i requisiti previsti dal Decreto. Il termine del procedimento di registrazione è di 90 giorni dalla presentazione di un'istanza completa.

Iscrizione nell'elenco Consob

Ai fini dell'iscrizione nell'elenco dei responsabili del registro, la Consob verifica, con riferimento a tutte le società istanti:

- l'idoneità del registro del quale si intende assumere la responsabilità ad assicurare il rispetto dei requisiti posti dal Decreto;
- la presenza di meccanismi e dispositivi adeguati: (i) a impedire l'uso degli strumenti finanziari digitali da parte di soggetti diversi da quelli legittimati; (ii) di continuità operativa e di ripristino dell'attività, che comprendano la messa in sicurezza esterna delle informazioni; (iii) a prevenire la perdita o la modifica non autorizzata dei dati e delle scritturazioni relative agli strumenti finanziari digitali per l'intera durata della scritturazione e assicurare che il numero complessivo di strumenti finanziari digitali che costituisce una singola emissione non sia modificabile;
- l'adeguatezza della strategia di transizione pubblicata;
- il possesso degli eventuali ulteriori requisiti individuati dalla Consob con regolamento;
- la trasmissione di una relazione tecnica illustrativa dell'iniziativa, che includa gli elementi individuati nel Decreto.

Il termine di durata del procedimento di registrazione con la Consob è di 90 giorni dalla ricezione dell'istanza di iscrizione completa. La completezza dell'istanza deve essere verificata dalla Consob entro 20 giorni lavorativi dalla presentazione della stessa.

▼▼

Gli emittenti e le altre società non finanziarie sono soggetti a requisiti più stringenti per potersi iscrivere nell'elenco tenuto dalla Consob.

Ulteriori requisiti applicabili agli emittenti e alle altre società non finanziare che intendano operare come responsabile del registro

Il Decreto prevede requisiti ulteriori per gli emittenti non finanziari e le altre società non finanziarie stabilite in Italia che intendano iscriversi nel registro – anch'essi oggetto di verifica da parte della Consob nell'ambito del procedimento sopra descritto.

In particolare, è previsto l'obbligo di costituirsi in forma di società per azioni e di dotarsi un capitale iniziale almeno pari a 150.000 euro, di sottoporre il bilancio a revisione legale, di stipulare una polizza assicurativa, o altra adeguata forma di garanzia, a copertura della responsabilità per i danni che possono derivare dall'assunzione del ruolo di responsabile del registro, ed adottare efficaci politiche per l'identificazione, la prevenzione, la gestione e la trasparenza dei conflitti di interesse.

Alle società non finanziarie che intendono operare come responsabile del registro nei confronti di terzi viene poi richiesto:

- un oggetto sociale coerente con tale iniziativa;
- la nomina, quali componenti degli organi di amministrazione, direzione e controllo, di soggetti dotati di requisiti di onorabilità per lo svolgimento dell'incarico (nonché, in caso di responsabili del registro significativi, di professionalità, indipendenza, competenza, correttezza e *time commitment*);
- una chiara struttura organizzativa, con linee di responsabilità ben definite, trasparenti e coerenti, efficaci sistemi dei controlli interni e ICT, efficaci politiche per le esternalizzazioni, nonché idonee procedure amministrative e contabili per assicurare il rispetto del Decreto, anche da parte del personale.

Requisiti ulteriori potranno essere identificati dalla Consob con proprio regolamento – nel quale saranno altresì definiti i criteri per identificare i responsabili del registro significativi.

Obblighi dei responsabili del registro

▼▼

I responsabili del registro devono adempiere a precisi obblighi individuati all'interno del Decreto, ad esempio con riferimento alla correttezza, alla completezza e all'aggiornamento nel continuo delle evidenze relative alle informazioni sull'emissione.

Il Decreto prevede una serie di norme dedicate agli obblighi dei soggetti che assumono la responsabilità del registro.

In primo luogo è previsto che il responsabile del registro e il gestore del SS DLT o del TSS DLT devono garantire la conformità del registro alle caratteristiche prescritte dal Decreto e dalle relative disposizioni attuative. Il responsabile del registro e il gestore del SS DLT o del TSS DLT, inoltre, sono tenuti a garantire la correttezza, la completezza e l'aggiornamento nel continuo delle evidenze relative alle informazioni sull'emissione.

I responsabili del registro devono rendere disponibile al pubblico, in una forma elettronica accessibile e consultabile in ogni momento, un documento contenente le informazioni relative alle modalità operative del registro per la circolazione digitale e ai dispositivi a tutela della sua operatività, tra cui la strategia di transizione.

Regime di responsabilità

Il responsabile del registro risponde dei danni derivanti dalla tenuta del registro verso l'emittente, se soggetto diverso dal responsabile del registro, e verso il soggetto in favore del quale le scritturazioni sono state effettuate o avrebbero dovuto essere effettuate, salvo che dia prova di avere adottato tutte le misure idonee ad evitare il danno.

▼▼

I responsabili del registro sono responsabili dei danni nei confronti di terzi e possono essere sanzionati in caso di violazione degli obblighi imposti dal Decreto.

Il responsabile del registro risponde inoltre dei danni cagionati al soggetto in favore del quale è avvenuta la scritturazione o all'investitore, ove si tratti di soggetto diverso dal primo, sia che discendano da false informazioni o da informazioni comunque suscettibili di indurre in errore, sia che discendano dall'omissione di informazioni dovute, salvo che dia prova di avere adoperato la diligenza necessaria ad assicurare la correttezza e completezza delle informazioni relative alle modalità operative del registro per la circolazione digitale e ai dispositivi a tutela della sua operatività, tra cui la strategia di transizione.

Sanzioni

In caso di violazione di alcune disposizioni contenute nel Decreto, è prevista l'applicazione di una sanzione amministrativa consistente nel

pagamento di una somma da Euro 5.000 fino a Euro 5 milioni. A ciò si aggiungono specifiche sanzioni applicabili ai soggetti vigilati mediante richiamo alle norme previste al riguardo dal TUF.

▼▼

Il Decreto dovrà essere convertito entro metà maggio 2023 e completato dalla disciplina regolamentare della Consob.

Ulteriori previsioni

Il Decreto introduce alcune norme di raccordo rispetto al DLT Pilot Regime, disponendo la designazione di Consob e Banca d'Italia come autorità competenti ai fini del regolamento europeo e definendone il riparto di competenze.

Sono inoltre allargate le maglie per consentire l'accesso alla "Sandbox" regolamentare per l'esercizio di servizi di investimento in esenzione rispetto alle riserve di attività previste dall'ordinamento.

Termine per la conversione del Decreto e disciplina Consob

Il testo del Decreto dovrà essere convertito dal Parlamento entro la metà di maggio 2023. Nel medesimo termine dovrebbe essere approvata la disciplina regolamentare Consob volta a completare la normativa introdotta dal Decreto.

In pendenza dell'approvazione di tale disciplina regolamentare, la Consob potrà comunque iscrivere i responsabili del registro in un elenco provvisorio.

▼▼

Il Decreto introduce una normativa all'avanguardia che consentirà, tra l'altro, agli emittenti italiani di finanziarsi tramite STO.
Al contempo, viene data agli operatori del settore DLT la possibilità di offrire soluzioni innovative per l'emissione e la gestione di strumenti finanziari digitali attraverso la tenuta dei relativi registri, mentre si apre la possibilità di realizzare innovative operazioni di acquisizione, finanziamento, emissione sul mercato dei capitali e cartolarizzazione tramite DLT.

Un regime all'avanguardia per l'emissione di strumenti finanziari su DLT

La normativa introdotta dal Decreto pone l'Italia all'avanguardia nella regolamentazione degli strumenti finanziari emessi in forma digitale e consentirà la promozione di numerose iniziative in questo ambito.

Si tratta di un passo in avanti decisivo nell'adozione della DLT come strumento per semplificare il processo di emissione, trasferimento e regolamento delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari.

La normativa consentirà, tra l'altro, alle società italiane di raccogliere capitali tramite *security token offerings* (STOs) e di accedere, eventualmente, a piattaforme di negoziazione dedicate a questa tipologia di strumenti.

Alle società sarà inoltre consentito semplificare gli adempimenti societari connessi alla tenuta dei libri sociali e all'emissione di strumenti finanziari superando l'attuale regime cartolare o di emissione in regime di dematerializzazione.

Particolarmente lungimirante appare la scelta di aprire a soggetti diversi dagli intermediari vigilati la possibilità di operare quale

responsabile dei registri per la circolazione degli strumenti finanziari digitali, che consentirà alle imprese specializzate nella DLT di offrire questa tipologia di servizi.

Il Decreto presenta, infine, delle significative opportunità anche per le banche, le imprese di investimento e i depositari centrali che volessero impiegare questa nuova tecnologia a servizio delle esigenze delle società italiane o in funzione di operazioni di acquisizione, finanziamento, emissione sul mercato dei capitali o cartolarizzazione ad alto contenuto innovativo.

Il nostro Team Financial Services, Fintech & Blockchain



Angelo Messore
Partner



Francesco Dagnino
Partner



Andrea Maroni
Counsel



Corrado Ghielmi
Senior Associate



Giulietta Minucci
Senior Associate



Federico Bonardi
Associate



Carlo Giuliano
Associate



Filippo Belfatto
Associate



Tommaso Fossati
Associate

Il presente documento è redatto a fini informativi generali e non è volto a fornire un parere o una consulenza legale in relazione ai temi in esso trattati. I destinatari del presente documento non possono fare affidamento sui contenuti dello stesso; LEXIA Avvocati e/o i professionisti dello studio non possono essere ritenuti in alcun modo responsabili in relazione a tali contenuti, sulla base di un mandato professionale o ad altro titolo.