

QUADERNI DI DIRITTO COMMERCIALE EUROPEO

a cura di CARLO ANGELICI, GIORGIO MARASÀ e MARIO STELLA RICHTER

EMISSIONE E CIRCOLAZIONE DI STRUMENTI FINANZIARI DIGITALI

(Commento al d.l. 17 marzo 2023, n. 25
convertito con modificazioni dalla l. 10 maggio 2023, n. 52)

a cura di

Maurizio Onza e Alessio Diego Scano



G. GIAPPICHELLI EDITORE – TORINO

La collana si propone di fornire un'informazione per quanto possibile costante ed aggiornata in merito ai riflessi che la produzione normativa dell'Unione europea esplica con riferimento ai più importanti istituti del diritto commerciale.

In questo senso essa si compone di commenti aventi per oggetto sia gli atti legislativi volti all'adeguamento del diritto interno a quello dell'Unione europea sia gli atti dell'Unione europea che direttamente o indirettamente sono destinati ad influenzare l'ordinamento nazionale.

Metodo seguito è quello del commentario, dedicando quando necessario particolare attenzione ai profili comparatistici dei singoli temi trattati.

C. Angelici G. Marasà M. Stella Richter

EMISSIONE E CIRCOLAZIONE DI STRUMENTI FINANZIARI DIGITALI

(Commento al d.l. 17 marzo 2023, n. 25
convertito con modificazioni dalla l. 10 maggio 2023, n. 52)

a cura di

Maurizio Onza e Alessio Diego Scano



G. GIAPPICHELLI EDITORE – TORINO

© Copyright 2026 - G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO

VIA PO, 21 - TEL. 011-81.53.111

<http://www.giappichelli.it>

ISBN/EAN 979-12-211-1962-6

ISBN/EAN 979-12-211-6835-8 (ebook - pdf)

ISBN/EAN 979-12-211-6836-5 (ebook - epub)

DOI 10.82018/9791221119626

Il volume è stato finanziato e sviluppato nell'ambito del progetto e.INS- Ecosystem of Innovation for Next Generation Sardinia (cod. ECS 00000038) finanziato dal Ministero della Ricerca e dell'Istruzione (MUR) nell'ambito del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) - MISSIONE 4 COMPONENTE 2, "Dalla ricerca all'impresa" INVESTIMENTI 1.5, "Creazione e rafforzamento di Ecosistemi dell'innovazione" e costruzione di "Leader territoriali di R&S".

Il lavoro è frutto delle riflessioni in tema di strumenti finanziari, sviluppate nell'ambito dei lavori dello Spoke 4 del progetto e.INS- Ecosystem of Innovation for Next Generation Sardinia, che hanno condotto alla costituzione di un fondo dedicato al finanziamento delle attività di impresa.

This book has been funded and developed within the framework of the project e.INS- Ecosystem of Innovation for Next Generation Sardinia (cod. ECS 00000038) funded by the Italian Ministry for Research and Education (MUR) under the National Recovery and Resilience Plan (NRRP) - MISSION 4 COMPONENT 2, "From research to business" INVESTMENT 1.5, "Creation and strengthening of Ecosystems of innovation" and construction of "Territorial R&D Leaders".

This work is the result of reflections on financial instruments, developed within the framework of the Spoke 4 work of the e.INS- Ecosystem of Innovation for Next Generation Sardinia.



G. Giappichelli Editore



Questo libro è stato stampato su
carta certificata, riciclabile al 100%



Composizione: Voxel Informatica s.a.s. - Chieri (TO)

Stampa: Stampatre s.r.l. - Torino

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

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail autorizzazioni@clearedi.org e sito web www.clearedi.org.

INDICE

	<i>pag.</i>
<i>Autori</i>	XV
<i>Guida alla lettura (lemmario e abbreviazioni)</i>	XVII
 IMPIANTO DEFINITORIO E RAPPORTI CON IL REGIME PILOTA di FILIPPO MURINO	 1
Art. 1 (<i>Definizioni</i>)	1
1. Tecnologie a registro distribuito e security token: dalle legislazioni nazionali al Regime Pilota	3
1.1. Il paradigma della <i>regulatory sandbox</i>	10
1.2. Potenzialità, criticità e prospettive del Regime Pilota	13
2. Il sistema definitorio del Decreto e il Regime Pilota	21
3. Gli «strumenti finanziari digitali» [lett. <i>c</i>)]	24
3.1. (<i>Segue</i>). La quota di s.r.l. come «strumento finanziario digitale»	34
4. Il «registro per la circolazione digitale» [lett. <i>d</i>)] e il «responsabile del registro» [lett. <i>h</i>)]	37
5. La «tecnologia a registro distribuito» [lett. <i>b</i>)] o DLT	41
6. Le «infrastrutture di mercato DLT» [lett. <i>f</i>)]; il «gestore di un'infrastruttura di mercato DLT» e il «gestore del SS DLT o del TSS DLT» [lett. <i>j</i>] e lett. <i>k</i>)]	47
6.1. «MTF DLT» [lett. <i>g</i>)]	48
6.2. «SS DLT» [lett. <i>h</i>)]	50
6.3. «TSS DLT» [lett. <i>i</i>)]	56

AMBITO DI APPLICAZIONE, EMISSIONE E TRASFERIMENTO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI DIGITALI E REQUISITI DEI REGISTRI PER LA CIRCOLAZIONE DIGITALE

di ENRICA CREMONINI

59

Art. 2 (*Ambito di applicazione*)

59

Art. 3 (*Emissione e trasferimento degli strumenti finanziari digitali*)

60

Art. 4 (*Requisiti dei registri per la circolazione digitale*)

60

1. Gli strumenti finanziari inclusi nella disciplina del Decreto: il coordinamento con la disciplina europea 61
2. I soggetti titolati alla tenuta dei registri per la circolazione digitale: la centralità del responsabile del registro in un sistema decentralizzato 70
3. I requisiti dei registri per la circolazione digitale tra assimilazione di funzioni e tutele e specificità tecnologiche 76

EFFETTI DELLA SCRITTURAZIONE NEL REGISTRO. ECCEZIONI OPPONIBILI

di NICOLA DE LUCA

83

Art. 5 (*Effetti della scritturazione su registro*)

83

Art. 6 (*Eccezioni opponibili*)

83

1. Premessa e delimitazione dell'indagine 84
2. Le azioni digitali: fattispecie 86
3. La circolazione delle azioni digitali 90
4. (*Segue*). La circolazione "involontaria" delle azioni: il problema dei trasferimenti *mortis causa* e di quelli coattivi 93
5. Il conflitto tra il titolare della registrazione e i precedenti aventi causa 96
6. (*Segue*). L'acquisto *a non domino* e il conflitto tra più aventi causa da un medesimo alienante 99
7. La legittimazione all'esercizio dei diritti e il regime delle eccezioni opponibili 102
8. (*Segue*). Le eccezioni comuni 104
9. (*Segue*). Le eccezioni personali 107

pag.

DIRITTO DI INTERVENTO E VOTO IN ASSEMBLEA. ESERCIZIO DEI DIRITTI PATRIMONIALI

di ALESSIO DIEGO SCANO

111

Art. 7 (*Diritto d'intervento in assemblea ed esercizio del voto*)

111

Art. 8 (*Pagamento di dividendi, interessi e rimborso del capitale*)

111

1. Premesse

112

2. Sistema della data di registrazione (*record date*) e riconducibilità dell'«emittente digitale» anche al modello azionario *chiuso*

114

3. (*Segue*). La rilevanza dei trasferimenti azionari fra la *record date* e la data dell'assemblea

119

4. (*Segue*). La previsione statutaria incaricata della individuazione della *record date*

121

5. *Record date* e legittimazione alla percezione del dividendo

122

6. Osservazioni finali

124

I VINCOLI SUGLI STRUMENTI FINANZIARI DIGITALI

di GIANFRANCO TROVATORE

127

Art. 9 (*Costituzione di vincoli*)

127

1. Introduzione

128

2. La «scritturazione» nel registro distribuito per la costituzione di vincoli sugli strumenti finanziari digitali

129

3. L'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari digitali vincolati

132

4. I vincoli rotativi sugli strumenti finanziari digitali

133

5. I meccanismi di oggettivazione del vincolo e la conservazione del valore iniziale

135

6. Considerazioni conclusive: forme di circolazione sistemica e tutela del credito chirografario

137

LIBRI SOCIALI

di NICOLA DE LUCA

141

Art. 10 (*Libri sociali*)

141

1. Libri sociali e registro per la circolazione digitale: considerazioni introduttive

141

2. La tenuta del libro dei soci con tecnologia a registri distribuiti (prima e dopo il Decreto)

143

	<i>pag.</i>
3. La tenuta del libro soci come registro per la circolazione digitale: in particolare la possibile deroga all'art. 2215- <i>bis</i> c.c.	145
4. Il contenuto dei libri sociali digitali	145
5. L'accesso alle informazioni dei libri sociali digitali	146
 LA CIRCOLAZIONE "EXTRA-DIGITALE"	
di ALDO LAUDONIO	149
 Art. 11 (<i>Disciplina applicabile in caso di banche o imprese di investimento che agiscono in nome proprio e per conto dei clienti</i>)	149
1. Eccezionalità e singolarità della previsione: individuazione della <i>ratio</i>	149
2. Uno spunto di riflessione dal diritto tedesco	154
3. I rinvii al t.u.f. e la ricostruzione della circolazione "extradigitale"	155
4. L'aggiornamento dei libri sociali	164
 INFORMAZIONI SULL'EMISSIONE NEL REGISTRO	
di MARCO MAUGERI e ROBERTA D'APICE	165
 Art. 12 (<i>Informazioni sull'emissione nel registro</i>)	165
1. Token e incorporazione "digitale" del diritto	167
2. Il contenuto digitale degli "equity token" (azioni)	168
3. (<i>Segue</i>). Il contenuto digitale dei "debt token" (obbligazioni e titoli di debito)	171
4. L'emissione in forma digitale di azioni e quote di OICR	175
 OBBLIGHI DEL RESPONSABILE DEL REGISTRO E DEL GESTORE DEL SS DLT O DEL TSS DLT	
di ALDO LAUDONIO	181
 Art. 13 (<i>Obblighi del responsabile del registro e del gestore del SS DLT o del TSS DLT</i>)	181
1. Parziale estraneità della rubrica rispetto alla norma	181
2. La conformità del registro	183
3. La correttezza, la completezza e l'aggiornamento continuo delle informazioni sull'emissione	184
4. L'integrità e la sicurezza del sistema	186

pag.

STRATEGIA DI TRANSIZIONE**di FILIPPO MURINO**

191

Art. 14 (*Strategia di transizione*)

191

1. Finalità della strategia di transizione delle infrastrutture di mercato DLT 192
2. Gli accordi di transizione con l'infrastruttura di mercato tradizionale: stipulazione e legittimità del rifiuto a contrarre 193
3. Contenuto della strategia di transizione 195
4. Pubblicità e presupposti di attivazione della strategia di transizione 195
5. I possibili esiti della transizione 197

MUTAMENTO DEL REGIME DI FORMA E CIRCOLAZIONE**di MARCO GIORGI**

199

Art. 15 (*Mutamento del regime di forma e circolazione*)

199

1. Premesse e perimetro applicativo 199
2. Modalità e limiti del mutamento di regime omogeneo 204
3. (*Segue*). Criticità applicative e dubbi procedurali 206
4. La conversione eterogenea: tra dematerializzazione e profili comparatistici 212

SOSTITUZIONE DELLO STRUMENTO FINANZIARIO DIGITALE**di MARCO GIORGI**

215

Art. 16 (*Sostituzione dello strumento finanziario digitale*)

215

1. Premesse: dall'ammortamento alla sostituzione 215
2. La perdita della disponibilità dello strumento finanziario digitale 218
3. (*Segue*). Identificazione del titolare e onere della prova 221
4. Considerazioni conclusive 223

CONTROLLO SULL'ACCESSO**di MARCO GIORGI**

225

Art. 17 (*Controllo dei mezzi di accesso agli strumenti finanziari digitali*)

225

1. Premesse: le modalità di accesso agli strumenti finanziari digitali e la funzione delle chiavi crittografiche nelle infrastrutture DLT 225

	<i>pag.</i>
2. Qualche possibile supporto interpretativo: tra DORA e Linee Guida Funzioni Crittografiche	227
3. Considerazioni conclusive	230

I RESPONSABILI DEI REGISTRI PER LA CIRCOLAZIONE DIGITALE

di CLAUDIA SANDEI 231

Art. 18 (<i>Emissione di strumenti finanziari digitali non scritturati presso un TSS DLT o un SS DLT</i>)	231
Art. 19 (<i>Elenco dei responsabili dei registri per la circolazione digitale</i>)	231
Art. 20 (<i>Iscrizione nell'elenco</i>)	232
Art. 21 (<i>Cancellazione e sospensione dall'elenco</i>)	234
Art. 22 (<i>Responsabili del registro significativi</i>)	235
Art. 24 (<i>Requisiti del responsabile del registro</i>)	235
1. L'attività di responsabile del registro quale nuova attività riservata (art. 18)	236
2. L'iscrizione nell'elenco, fra presupposti soggettivi e oggettivi (artt. 19 e 24)	239
3. La cancellazione e sospensione dall'elenco (art. 21)	243

OBBLIGHI DEL RESPONSABILE DEL REGISTRO

di ALDO LAUDONIO 245

Art. 23 (<i>Obblighi del responsabile del registro</i>)	245
1. Trasparenza, diligenza e correttezza del responsabile del registro	246
2. Funzioni dei meccanismi e dispositivi del responsabile del registro	248
2.1. Esclusività dell'uso degli strumenti finanziari digitali da parte dei titolari	249
2.2. Continuità operativa	253
2.3. Integrità dell'emissione	256
3. Il documento pubblico sulle modalità operative del registro <i>DLT</i>	257

OBBLIGHI DI COMUNICAZIONE ALLE AUTORITÀ

di ALDO LAUDONIO 259

Art. 25 (<i>Obblighi di comunicazione alle Autorità</i>)	259
1. Portata applicativa soggettiva della norma	260
2. Oggetto dell'obbligo di comunicazione	261
3. Responsabili del registro "significativi"	265

pag.

LE RESPONSABILITÀ NELL'AMBIENTE DIGITALE**di ALDO LAUDONIO**

267

Art. 26 (*Regime di responsabilità*)

267

1. Profili differenziali tra la disciplina europea e quella italiana 268
2. Registri distribuiti e responsabilità accentrata 270
3. Responsabilità contrattuale del responsabile del registro verso l'emittente (e dell'emittente) 276
4. Responsabilità "ad esonero limitato" verso il titolare degli strumenti finanziari 280
5. Responsabilità da informazioni false, omesse o fuorvianti 286

LE REGOLE SULL'ANTIRICICLAGGIO**di LEONARDO ESPOSITO**

289

Art. 26-bis (*Disciplina antiriciclaggio*)

289

1. Introduzione 290
2. L'estensione dei "soggetti obbligati" all'assolvimento degli obblighi "antiriciclaggio" nel contesto dell'innovazione tecnologica 291
3. Circolazione della ricchezza imprenditoriale e sicurezza (pubblica) dei traffici 292
 - 3.1. (*Segue*). La circolazione delle azioni: dalle esigenze di trasparenza fiscale al contrasto al riciclaggio 296
 - 3.2. (*Segue*). La circolazione delle quote di s.r.l. e la circolazione dell'azienda: la funzione del Registro delle imprese 299
4. Considerazioni conclusive 303

I POTERI DELLA CONSOB E DELLA BANCA D'ITALIA**di FRANCESCO CUCCU**

305

Art. 27 (*Poteri della Consob e della Banca d'Italia*)

305

Art. 29 (*Autorità competenti ai sensi del regolamento (UE) 2022/858*)

307

1. La ripartizione delle competenze 308
2. Una ridondante normazione per rinvio 310
3. Nuove tecnologie e vecchi poteri 316
4. La permanente necessità dei controlli 318
5. Il sindacato sull'attività di vigilanza 319
6. Considerazioni conclusive 321

	<i>pag.</i>
LE REGOLE SULL'ATTUAZIONE di LEONARDO ESPOSITO e MAURIZIO ONZA	325
Art. 28 (<i>Disposizioni di attuazione</i>)	325
1. Introduzione: attuazione (della delega prevista nel primo comma) e mancate attuazioni (delle deleghe previste nei commi successivi)	327
2. Le disposizioni generali del regolamento attuativo della delega prevista nel primo comma	331
3. (<i>Segue</i>). Le disposizioni sull'elenco e la sua disciplina	331
4. (<i>Segue</i>). Le modalità di iscrizione nell'elenco	332
5. (<i>Segue</i>). La cancellazione dall'elenco e altre disposizioni procedurali	335
 LE SANZIONI di ERMANNO LA MARCA	 337
Art. 30 (<i>Sanzioni</i>)	337
1. Le sanzioni in risposta agli illeciti comuni al responsabile del registro e al gestore di un sistema SS DLT o TSS DLT	338
2. Le sanzioni a carico del responsabile o del tenentario di fatto del registro	346
3. Le sanzioni a carico dell'emittente	349
4. Le sanzioni a carico degli intermediari	350
5. I criteri e le modalità di irrogazione delle sanzioni	351
 STRUMENTI EMESSI MEDIANTE TECNOLOGIA A REGISTRO DISTRIBUITO di MAURIZIO ONZA	 353
Art. 31 (<i>Modifiche all'articolo 1 del Testo unico della finanza</i>)	353
1. Rilevanza della norma	353
 LA RELAZIONE SUI RISULTATI DELLA SPERIMENTAZIONE di FRANCESCO CUCCU	 357
Art. 32 (<i>Disposizioni finali</i>)	357
1. Premessa	358
2. L'obiettivo di una migliore regolazione e la <i>learning legislation</i>	360
3. Le opportunità e le criticità della sperimentazione	361

*pag.***MISURE IN MATERIA DI SEMPLIFICAZIONE DELLA SPERIMENTAZIONE *FINTECH*****di ALESSIO DIEGO SCANO**

365

Art. 33 (*Misure in materia di semplificazione della sperimentazione FinTech*)

365

1. Premessa: l'oggetto della semplificazione

366

2. Origine e *ratio* dell'intervento di semplificazione portato dall'art. 33

367

3. Una valutazione costi-benefici della disciplina di semplificazione

368

4. Alcune osservazioni finali

369

Appendice normativa

371

Riferimenti bibliografici

415

AUTORI

ENRICA CREMONINI, *Senior Public Affairs and Legal Officer* ECSDA

FRANCESCO CUCCU, Professore associato nell'Università di Sassari

ROBERTA D'APICE, Direttrice Affari Legali e Regolamentari Assogestioni

NICOLA DE LUCA, Professore ordinario nell'Università degli Studi della Campania "Luigi Vanvitelli"

LEONARDO ESPOSITO, Avvocato in Roma

MARCO GIORGI, Avvocato in Roma

ERMANNIO LA MARCA, Professore associato nell'Università degli Studi della Toscana

ALDO LAUDONIO, Professore associato nell'Università degli Studi "Magna Graecia" di Catanzaro

MARCO MAUGERI, Professore ordinario nell'Università degli Studi Roma Tre

FILIPPO MURINO, Professore associato nell'Università degli Studi di Salerno

MAURIZIO ONZA, Professore ordinario nell'Università Europea di Roma

CLAUDIA SANDEI, Professoressa ordinaria nell'Università di Padova

ALESSIO DIEGO SCANO, Professore ordinario nell'Università di Sassari

GIANFRANCO TROVATORE, Consob

STRUMENTI EMESSI MEDIANTE TECNOLOGIA A REGISTRO DISTRIBUITO

di MAURIZIO ONZA

Art. 31

(Modifiche all'articolo 1 del Testo unico della finanza)

1. All'articolo 1, comma 2, del TUF, dopo le parole «Allegato I», sono aggiunte le seguenti: «, compresi gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito».

SOMMARIO: 1. Rilevanza della norma.

1. Rilevanza della norma

Benché non manchino inquietudini sul significato di questa disposizione soprattutto in relazione alla sua intersezione con il MICA e la MIFID II (tra i vari, si può leggere ANNUNZIATA, 2024, 876 nonché ID., 2025, 1 ss.), non sembra che l'art. 31 provochi soverchi problemi.

Almeno se si interpreta con la consapevolezza del principio della relatività della fattispecie alla disciplina (ONZA-SALAMONE, 2015, 543 ss.); il MICA, nella prospettiva della tutela del risparmio concede la possibilità di qualificare «alcune cripto-attività» siccome «strumenti finanziari» sulla base del sistema definitorio proprio della MIFID II [Considerando (3)]; possibilità che di quel regolamento cagiona la disapplicazione, essendo le cripto-attività/strumenti finanziari già disciplinati; in altri termini, le cripto-attività, quando strumenti finanziari, sono

governate da quella direttiva e non dal regolamento [art. 2, § 4, (a), MICA; su cui v. SARTI, 2024, 164 ss. e DE MARI, 2024, 921 ss.].

A ben vedere, quanto agli «strumenti finanziari digitali» (per l'opportunità dei quali v. CIOCCA, 2024 [2], 851 ss.), si dovrebbe concedere che:

- a) la «forma digitale» è una «circostanza» per la quale «taluni strumenti finanziari esistono soltanto come scritturazioni in un registro per la circolazione digitale» [art. 1, comma 1°, lett. a)]; formula che esclude e non definisce. Serve a dire che la «forma digitale» impedisce altre “esistenze” giuridiche differenti dalla “scritturazione in un registro per la circolazione digitale”; locuzione, quella di «forma digitale», di cui si avvaleva già il codice sull'amministrazione digitale come forma dei servizi all'erogazione dei quali l'utente ha diritto (v. art. 7, comma 1°, d.lgs. 7 marzo 2005, n. 82);
- b) gli «strumenti finanziari digitali» sono una classe di strumenti finanziari connotati dall'emissione in «forma digitale». Su un registro per la circolazione “digitale”, dunque;
- c) una classe chiusa ma, dal punto di vista dell'ambito oggettivo di applicazione del Regime Pilota, non esclusiva [art. 1, comma 1°, lett. c)], che comprende, tra gli altri, le azioni di società per azioni, le obbligazioni di s.p.a., i titoli di debito di s.r.l. (art. 2, comma 1°); non gli strumenti finanziari diversi da quelli che condizionano i tempi e l'entità del rimborso all'andamento economico della società (art. 2411 c.c.), almeno qualora se ne riconosca, come si dovrebbe (riferimenti in ONZA, 2018, 635 ss.), la cittadinanza ordinamentale (quelli, si vuol dire, previsti dall'art. 2346, ultimo comma, c.c.); e
- d) se così è, al fondo il problema è distinguere tra la emissione e circolazione in “forma scritturale” (dove pure gli strumenti finanziari “esistono”, meglio «possono esistere»: così l'art. 83-*bis*, comma 1°, t.u.f.) ed emissione e circolazione in «forma digitale»; posto che, in definitiva, in entrambi i casi si usa il “bit”; o, meglio, micro-correnti (la locuzione è di SPADA). E la sensazione è che la differenza, in realtà, si appunti sull'uso o non di un registro per la circolazione “digitale”.

E proprio nella disposizione in commento il legislatore se ne avvede, discorrendo di «strumenti finanziari emessi mediante tecnologia a registro distribuito»; locuzione che pare più corretta rispetto a quella (forse più “comoda” perché più breve), che lo stesso legislatore fornisce in avvio, di «strumenti finanziari digitali», designando quella classe chiusa di strumenti finanziari emessi sul registro per la circolazione “digitale”... parole diverse per dire la stessa cosa (ma) correndo il rischio della tautologia. E si potrebbe ancora precisare: il legislatore domestico (ma anche europeo) sembra aggiungere agli strumenti finanziari indicati nel (fa-

moso) Allegato (1) t.u.f. gli strumenti finanziari emessi mediante tecnologia a registro distribuito (o, in breve, “digitali”); questi essendo in quelli “compresi” (come fossero qualcosa prima non compreso e, pertanto, di diverso). Ma così non è: gli strumenti finanziari sono... strumenti finanziari; “esistenti” (giuridicamente) in “scritture” (intermediate o, se documentati, anche disintermediate – cioè, i “vecchi” titoli) o “digitalmente” (vale a dire: in quei particolari registri denominati «registri per la circolazione digitale»). E come tali saranno soggetti alle regole sul t.u.f. (e sulla MIFID II) e, se del caso, alle regole del MICA: per quest’ultimo è assai istruttiva la lettura degli Orientamenti ESMA, 2025 [1], secondo i quali «le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari, nel valutare la qualificazione delle [...] cripto-attività come strumenti finanziari, non dovrebbero considerare il formato tecnologico delle cripto-attività un fattore determinante. Di conseguenza, il processo di tokenizzazione degli strumenti finanziari [...] non dovrebbe incidere sulla classificazione di tali attività [: con la conseguenza che] gli strumenti finanziari tokenizzati dovrebbero continuare ad essere considerati strumenti finanziari a tutti i fini regolamentari» (Orientamento 1, §§ 11 e 12). Sicché, in definitiva, la tokenizzazione, o non, degli strumenti finanziari non provoca, in sé, alcun problema qualificatorio, di fattispecie, diverso da quello che di volta in volta, per l’applicazione della disciplina scelta, l’interprete deve porsi (in una prospettiva comparata, SCALERA, 2025, 115 ss.).

