

Assofintech

Nella fase di conversione del d.l. 17 marzo 2023, n. 25, appare utile considerare le esigenze di protezione e resilienza che qualificano il mercato dei capitali e l'opportunità di procedere ad alcune modifiche normative che ne migliorino l'efficienza rispetto all'obiettivo di definire un ordinamento nazionale attrattivo per gli operatori e tutelante per i risparmiatori.

Ed invero, il DL 25/2023 realizza un intervento sul nostro ordinamento che - nel proporre modifiche atte a consentire un'adeguata applicazione del Regolamento (UE) 858/2022 - incide su un ambito di interessi riferibile ad un connubio di soggetti, tecnologie, infrastrutture e prodotti. Trattasi di interessi che - considerati unitariamente - riguardano l'automazione degli scambi di strumenti finanziari, nonché l'evoluzione delle regole di circolazione delle informazioni e dei diritti ad essi riferibili.

Altrettanto evidente è l'opzione disciplinare di rimettere il completamento del predetto intervento ad un nutrito corpo di 'disposizioni di attuazione' che dovrà completare il quadro tratteggiato dal regolatore europeo, prima, e dal Governo, poi. Non a caso, alla Consob è riconosciuto un ruolo di significativo riguardo che, tra l'altro, si compendia nel compito di adottare le disposizioni in parola, potendo anche prevedere un'ulteriore espansione dell'ambito di applicazione della disciplina speciale, unitamente alla individuazione taluni aspetti operativi (ai sensi dell'art. 26, DL 25/2023).

Pertanto, appare necessario considerare che l'intervento in parola è destinato a produrre effetti specifici su una platea di destinatari particolarmente attivi nel mercato finanziario.

Ciò posto, appare possibile ipotizzare una modifica del DL 25/2023 al fine di consentire un approccio che, nel conformarsi agli obblighi cui è soggetta l'Italia, non risulti penalizzante per le piccole e medie imprese che, pur non ricorrendo al mercato dei capitali, abbiano la volontà di applicare le tecnologie basate su registri distribuiti, in quanto le ritengono sicure ed efficienti per l'esercizio della propria attività d'impresa, nel libero esercizio dell'autonomia d'iniziativa economica riconosciuta dall'ordinamento italiano. Sicché, si potrebbe valutare di circoscrivere l'ambito di applicazione agli strumenti finanziari che siano destinati alla negoziazione in una delle sedi regolamentate dal diritto dell'Unione ovvero siano oggetto di servizi o attività di investimento.

Nell'affermativa, sarebbe opportuno procedere ad una modifica dell'art. 2 del DL 25/2023. Tale norma, infatti, fissa l'ambito di applicazione del nuovo regime di emissione e di circolazione in forma digitale individuando determinate categorie di strumenti finanziari, fermi restando i limiti quali-quantitativi fissati dal Regolamento (UE) 2022/858 ai fini dell'applicazione del DLT pilot regime.

Sotto altro profilo, va considerato che le lettere a) e b) del comma 1 dell'art. 19 indicano, tra i soggetti che possono richiedere l'iscrizione, alcune tipologie di intermediari vigilati, ovvero: (i) le banche, le imprese di investimento e i gestori del mercato stabiliti in Italia; e (ii) a condizione che l'attività sia svolta esclusivamente con riferimento a strumenti finanziari digitali emessi dagli stessi o da componenti del gruppo di appartenenza stabiliti in Italia, gli intermediari finanziari iscritti all'albo di cui all'articolo 106 del TUB, gli istituti di

pagamento, gli istituti di moneta elettronica, i gestori di organismi di investimento collettivo del risparmio e le imprese di assicurazione o riassicurazione stabiliti in Italia.

Viene, dunque, in luce la necessità che gli operatori del settore continuino ad operare in un contesto di parità concorrenziale, per cui le modifiche richieste per dar corso alla disciplina del Regolamento (UE) 858/2022 avrebbero potuto considerare le attività riservate che potranno avvantaggiarsi degli strumenti finanziari digitali e del relativo registro per la circolazione digitale, ancor prima dei soggetti abilitati all'assunzione della responsabilità del registro stesso. Nonostante la preferenza recata dal decreto per la seconda opzione (e cioè l'indicazione di coloro che possono essere iscritti nell'elenco dei responsabili dei registri per la circolazione digitale), non si comprende la limitazione apposta alle società di gestione del risparmio, le quali sono indicate esclusivamente con riferimento a strumenti finanziari digitali emessi dalle stesse o da componenti del gruppo di appartenenza stabiliti in Italia. A prescindere della riferibilità del testo alle quote degli OICR dalle medesime gestiti (desumibile in via interpretativa), si riscontra una limitazione incompatibile con la prestazione del servizio di gestione di portafogli da parte delle SGR, ai sensi dell'art. 33, comma 2, lett. a, d. lgs. 58/1998, servizio offerto in concorrenza con le imprese di investimento. Pertanto, onde evitare disparità di trattamento e asimmetrie concorrenziali tra le prime e le seconde, appare utile considerare la possibilità di inserire le SGR tra i soggetti che possono essere iscritti senza limitazioni nell'elenco dei responsabili dei registri (indicati nella lettera a dell'art. 19, comma 1, DL 25/2023).

Assumendo, quindi, un approccio pro-concorrenziale alla regolazione della materia, appare utile considerare che i depositari centrali italiani sono iscritti di diritto, anche se previa autorizzazione ai sensi degli articoli 16 e 19 del regolamento (UE) 909/2014, subordinata alla valutazione delle condizioni di cui all'articolo 20, comma 3, del citato decreto legge. Ed invero, analogo automatismo avrebbe potuto riguardare anche l'iscrizione delle società di gestione dei mercati tra i soggetti, al fine di favorire lo sviluppo dei sistemi basati sulla tecnologia DLT da parte dei soggetti dotati di professionalità ed esperienza nella conduzione delle sedi di negoziazione.

Inoltre, va considerato che l'intervento normativo pone in concorrenza diretta operatori tradizionali che decidono di ampliare la propria attività alla tenuta dei registri in esame esoggetti diversi. Pertanto, a differenza di banche e altri intermediari, tali soggetti saranno sottoposti per la prima volta ad un procedimento abilitativo, di competenza della Consob. In tale contesto, si riscontra una significativa opzione disciplinare che limita l'applicabilità dei requisiti di professionalità e indipendenza solo gli esponenti aziendali dei responsabili del registro di cui all'articolo 19, comma 1, lettera d) , identificati come significativi ai sensi dell'articolo 22 (art. 24, comma 4, DL 25/2023). Tale opzione reca una significativa discontinuità nel programma di tutele che presidia l'esercizio di un'attività di impresa nel mercato dei capitali e, pertanto, appare possibile ritenere che, in ossequio al principio di proporzionalità, il presidio della professionalità non possa essere eliminato, risultando opportuno valutare l'impatto di una previsione che richieda requisiti siffatti almeno per un esponente aziendale dei responsabili non significativi, al fine di avere almeno una persona in grado di orientare la governance dei responsabili, anche prevedendo un potere di veto di questo esponente rispetto alle operazioni d'impresa (cd. conducting officer).

Ed ancora. Appare meritevole di considerazione il potere dispositivo attribuito alla Consob al fine di individuare ‘ulteriori strumenti’ che gli emittenti possono assoggettare alla disciplina del DL 25/2023. Al riguardo, l’Art. 28, comma 2, lett. b. chiarisce che tale opzione disciplinare può esser assoggettata anche in deroga alle disposizioni vigenti relative al regime di forma e circolazione di tali strumenti, ivi comprese le disposizioni di cui agli articoli 2468, primo comma, 2470, commi dal primo al terzo 1 a 3, e 2471 del codice civile. Sicché, la costruzione normativa induce a ritenere che il legislatore italiano abbia voluto rimettere alla Consob il potere di affidare ai registri distribuiti e alla tecnologia in parola anche la circolazione delle partecipazioni dei soci di una società a responsabilità limitata. Non è chiaro, tuttavia, se la disposizione consenta solo la modifica del regime ordinario di circolazione ovvero attribuisca il potere di identificare un nuovo tipo di ‘strumento’ che rappresenti la partecipazione (o addirittura, in deroga all’art. 2468 c.c., una vera e propria deroga al divieto secondo cui le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni). Pertanto, appare opportuno modificare l’art. 28 per indicare le modalità in cui l’autorità possa esercitare il potere regolamentare dianzi indicato, individuando in sede legislativa la possibilità di emettere strumenti rappresentativi di una s.r.l., valutando la riconducibilità dei medesimi nella nozione di strumenti finanziari.

Su un piano più generale, va considerato che il DL 25/2023 disciplina una formula di circolazione della ricchezza che deve esser coordinata anche con gli obblighi previsti per il contrasto del riciclaggio e il finanziamento del terrorismo. In particolare, appare opportuno che in sede di conversione si indichino i soggetti obbligati agli adempimenti previsti dalla normativa speciale, considerando anche il caso in cui i pagamenti siano regolati in denaro.

Ciò, infatti, risponde alla questione della interferenza tra l’opzione per il DLT Pilot Regime e l’individuazione della legge applicabile all’operazione, nonché dei soggetti obbligati; questione che travalica gli aspetti antimoneylaundering per inficiare anche la disciplina del prospetto o delle garanzie finanziarie, nonché il regime fiscale applicabile agli operatori, considerando la possibilità di confermare quello applicabile ai modelli tradizionali (previa indicazione del soggetto che opererà come sostituto d’imposta nel cd. modello disintermediato).

Maurizio Bernardo - Presidente

Giuseppe Vegas - Presidente dell’Advisory Board

Valerio Lemma - membro del Comitato Scientifico