

RAFFAELE LENER

FINTECH: DIRITTO, TECNOLOGIA E FINANZA

**CON: GIUSEPPE CARRARO, RAFFAELE DI RAIMO,
FILIPPO FIORDIPONTI, SALVATORE LUCIANO FURNARI,
LUCA GALLI, MARCO GIORGI, PAOLA LUCANTONI,
ALBERTO LUPOI, MADDALENA MARCHESI,
VITTORIO MIRRA, GIOVANNI PARRILLO,
RICCARDO PISELLI, EDOARDO RULLI,
FILIPPO SARTORI, SILVIA SEGNALINI**



I QUADERNI DI MINERVA BANCARIA

RIVISTA BANCARIA MINERVA BANCARIA

COMITATO SCIENTIFICO (*Editorial board*)

PRESIDENTE (*Editor*):

GIORGIO DI GIORGIO, Università LUISS - Guido Carli, Roma

MEMBRI DEL COMITATO (*Associate Editors*):

PAOLO ANGELINI, Banca d'Italia	GIOVANNI FERRI, Università LUMSA
MASSIMO BELCREDI, Università Cattolica del S.C.	FRANCO FIORELLI, Università degli Studi "Roma Tre"
EMILIA BONACCORSI DI PATTI, Banca d'Italia	LUCA FIORITO, Università degli Studi di Palermo
CONCETTA BRESCIA MORRA, Università degli Studi del Sannio	FABIO FORTUNA, Università Niccolò Cusano
FRANCESCO CANNATA, Banca d'Italia	EUGENIO GAIOTTI, Banca d'Italia
ALESSANDRO CARRETTA, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"	GUR HUBERMAN, Columbia University
ENRICO MARIA CERVELLATI, Università di Bologna	AMIN N. KHALAF, Ernst & Young
RICCARDO CESARI, Università di Bologna e IVASS	MARIO LA TORRE, Sapienza - Università di Roma
NICOLA CETORELLI, New York Federal Reserve Bank	RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
N.K. CHIDAMBARAN, Fordham University	NADIA LINCIANO, CONSOB
MARIO COMANA, LUISS Guido Carli	PINA MURÈ, Sapienza - Università degli Studi di Roma
GIANNI DE NICOLÒ, International Monetary Fund	FABIO PANETTA, Banca d'Italia
RITA D'ECCLESIA, Università degli Studi di Roma "La Sapienza"	ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università degli Studi del Molise
GIOVANNI DELL'ARICCIA, International Monetary Fund	ZENO ROTONDI, Unicredit Group
STEFANO DELL'ATTI, Università degli Studi di Foggia	ANDREA SIRONI, Università Bocconi
CARMINE DI NOIA, CONSOB	MARIO STELLA RICHTER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
LUCA ENRIQUES, University of Oxford	MARTI SUBRAHMANYAM, New York University
	ALBERTO ZAZZARO, Università Politecnica delle Marche

Comitato Accettazione Saggi e Contributi:
Giorgio Di Giorgio (*editor in chief*) - Domenico Curcio (*co-editor*)
Alberto Pozzolo (*co-editor*) - Mario Stella Richter (*co-editor*)

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

PRESIDENTE
CLAUDIO CHIACCHIERINI

VICE PRESIDENTI
MARIO CATALDO - GIOVANNI PARRILLO

CONSIGLIO
TANCREDI BIANCHI, FABRIZIO D'ASCENZO, GIAN GIACOMO FAVERIO, ANTONIO FAZIO,
GIUSEPPE GUARINO, PAOLA LEONE, ANTONIO MARZANO, FRANCESCO MINOTTI,
PINA MURÈ, FULVIO MILANO, ERCOLE P. PELLICANO',
CARLO SALVATORI, MARIO SARCINELLI, FRANCO VARETTO

I QUADERNI DI MINERVA BANCARIA

RAFFAELE LENER

FINTECH: DIRITTO, TECNOLOGIA E FINANZA

**CON: GIUSEPPE CARRARO, RAFFAELE DI RAIMO,
FILIPPO FIORDIPONTI, SALVATORE LUCIANO FURNARI,
LUCA GALLI, MARCO GIORGI, PAOLA LUCANTONI,
ALBERTO LUPOI, MADDALENA MARCHESI,
VITTORIO MIRRA, GIOVANNI PARRILLO,
RICCARDO PISELLI, EDOARDO RULLI,
FILIPPO SARTORI, SILVIA SEGNALINI**

SETTEMBRE 2018



Groupama
ASSET MANAGEMENT Sgr

Si ringrazia Groupama Asset Management SGR che condividendo le finalità di approfondimento e divulgazione scientifica di questo Quaderno ha offerto un utile contributo alla sua pubblicazione.

I QUADERNI DI MINERVA BANCARIA

- Q. 1 /2013 *La distribuzione dei prodotti finanziari in Italia e in Europa: nuove regole e nuove sfide*
Domenico Curcio, Giorgio Di Giorgio, Giuseppe Zito
- Q. 1/2014 *La regolamentazione dei fondi comuni: una analisi comparata*
Giorgio Di Giorgio e Mario Stella Richter (a cura di)
- Q. 2/2014 *FCHub: dopo l'anno zero*
AA.VV.
- Q. 1/2015 *Invecchiamento della popolazione ed evoluzione dei fabbisogni previdenziali e assistenziali*
Domenico Curcio, Paolo Giordani, Alessandro Pandimiglio
- Q. 2/2015 *Euro e sviluppo del mercato finanziario. La lezione di Luigi Spaventa*
AA.VV.
- Q. 3/2015 *Riflessioni sulla Risk Disclosure.*
Risultati della ricerca realizzata dal Forum Governance.
AA.VV.
- Q. 1/2016 *Il bail-in*
a cura di Raffaele Lener
- Q. 2/2016 *L'Asset Allocation in presenza di tassi di interesse negativi*
Nicola Borri, Enrico Maria Cervellati, Domenico Curcio, Antonio Fasano
- Q. 3/2016 *Risoluzione delle crisi bancarie e tutela dei depositi nella Unione Europea*
AA.VV.
- Q. 1/2017 *La probabilità (di default) non esiste.*
Discorso sopra la comparabilità delle misure di rischio
Simone Casellina, Giuseppe Pandolfo

I QUADERNI DI MINERVA BANCARIA

- Q. 2/2017 *Le riforme del mercato del tabacco in Italia e in Grecia:
verso un calendario fiscale.*
Marco Spallone, Stefano Marzioni, Alessandro Pandimiglio.
- Q. 3/2017 *I metodi di risoluzione delle controversie (ADR).
L'Arbitro per le Controversie Fiscali (ACF): primi passi e prospettive.*
A cura di Raffaele Lener e Alberto Franco Pozzolo.
- Q. 4/2017 *Il Microcredito: una "speciale" forma tecnica di finanziamento.*
Mariantonietta Intonti.
- Q. 1/2018 *Le sanzioni bancarie: evoluzione normativa e confronto internazionale*
Pina Murè, Marco Spallone
- Q. 2/2018 *Fintech: Diritto, Tecnologia e Finanza*
Raffaele Lener

SOMMARIO

Presentazione

Quali regole per Fintech? 7

Raffaele Lener, Giovanni Parrillo

Finanza, *big data* e vantaggi concorrenziali 11

Giuseppe Carraro

Disintermediazione e struttura dei mercati finanziari digitalizzati. Primi appunti..... 19

Raffaele Di Raimo

Fintech e Compliance: potenza tecnologica al servizio del cliente,
ma rimane indispensabile l'attività umana..... 29

Vittorio Mirra

La «digitalizzazione» della consulenza finanziaria. Appunti sul c.d. robo-advice 45

Raffaele Lener

Brevi note in tema di consulenza finanziaria automatizzata 53

Filippo Sartori

Automazione, *big data*, e integrazione funzionale: la necessità
di nuova ermeneutica giuridica dei servizi di consulenza finanziaria 61

Marco Giorgi

La consulenza finanziaria tra il “post MIFID2” e la rivoluzione Fintech.....	71
<i>Luca Galli</i>	
Consulenti integrati automatizzati	79
<i>Maddalena Marchesi</i>	
Le sfide della Blockchain ai giuristi	91
<i>Edoardo Rulli</i>	
<i>Distributed Ledger Technology</i> e infrastrutture di negoziazione e post-trading	97
<i>Paola Lucantoni</i>	
Blockchain e arte: il mercato è maturo per l'Artech?	109
<i>Riccardo Piselli, Silvia Segnalini</i>	
Peer to peer lending	121
<i>Filippo Fiordiponti</i>	
L'equity crowdfunding e le evoluzioni regolatorie: un fenomeno in crescita	131
<i>Vittorio Mirra</i>	
ICO in Italia: applicabilità della disciplina sull'equity crowdfunding e suoi potenziali benefici.....	143
<i>Salvatore Luciano Furnari</i>	
La negoziazione algoritmica ad alta frequenza	159
<i>Alberto Lupoi</i>	

ICO IN ITALIA: APPLICABILITÀ DELLA DISCIPLINA SULL'EQUITY CROWDFUNDING E SUOI POTENZIALI BENEFICI

SALVATORE LUCIANO FURNARI *

1. Introduzione

Nel 2017 sono stati raccolti circa 3,7 miliardi di dollari tramite *initial coin offering* (ICO), uno strumento innovativo di finanziamento il cui utilizzo è cresciuto esponenzialmente a partire dal 2013. Nonostante negli ultimi tempi la stampa e i siti specializzati parlino spesso di ICO realizzate da aziende italiane, in realtà una ICO *in Italia* non è ancora mai stata lanciata. Benché il *management* di queste aziende sia in maggioranza italiano, la sede sociale, diversamente, è sempre estera. Considerati gli interrogativi regolamentari che questo nuovissimo strumento di finanziamento solleva, è opportuno chiedersi quali regole sarebbero applicabili (o quali sarebbe meglio applicare) nel caso in cui un'impresa decidesse di utilizzare questo strumento innovativo di finanziamento in Italia.

* Cultore della materia di European Business Law, LUISS Guido Carli - salvatore.furnari@freshfields.com

2. Blockchain, smart contract e ICO

Il funzionamento di una ICO è molto complesso, specialmente da un punto di vista tecnico. Cercando di semplificare il più possibile, una ICO potrebbe essere ricondotta a una tipologia di *crowdfunding* tecnologicamente più avanzata. Ogni partecipante alla raccolta fondi riceve, in cambio del proprio contributo monetario, una determinata tipologia di diritti nei confronti dell'impresa offerente. Diritti che vengono incorporati in un innovativo programma informatico, chiamato *token*¹, che ne facilita l'esercizio e di cui il partecipante entra in possesso all'esito della raccolta.

Per capire quali effettivi vantaggi attribuisce l'esercizio di diritti tramite *token*, è necessario descrivere brevemente le innovazioni tecniche che caratterizzano questi strumenti: la tecnologia *blockchain* e i c.d. *smart contract*.

La tecnologia *blockchain* costituisce l'infrastruttura sulla quale i *token* risiedono² e grazie alla quale possono essere trasferiti dall'emittente agli utenti nonché da un utente all'altro, senza bisogno di intermediari. Una rete *blockchain* consiste in un insieme di database decentralizzati in quanto memorizzati su tutti i computer messi a disposizione dai partecipanti alla rete, i c.d. *miner*³. I "compiti" specifici affidati alla forza computazionale dei *miner* così come le altre caratteristiche di una *blockchain*, variano in base al protocollo impostato sulla stessa. Un tratto comune di vari protocolli⁴ è quello di attribuire ai *miner* il ruolo di validare tutte le modifiche alle informazioni precedentemente memorizzate sui database della rete; in cambio, i *miner* ricevono una remunerazione⁵.

1 Da cui il termine *initial token offering* con cui le ICO sono anche note.

2 Da un punto di vista tecnico la *blockchain* è il luogo in cui i dati informatici dei *token* sono memorizzati.

3 Termine che deriva dai primi scritti di Satoshi Nagatomo, figura di cui non si conosce la vera identità e fondatore della *blockchain* Bitcoin. Il fatto che il lavoro del *miner* venisse remunerato dalla risoluzione di un "blocco" (come verrà spiegato *infra*) la loro figura è stata ricollegata a quella dei minatori d'oro. Per maggiori informazioni si rimanda a WRIGHT A. e DE FILIPPI, *The rule of Code*, Harvard University Press, 2018.

4 Si pensi sia al protocollo Bitcoin che al protocollo Ethereum

5 Questa consiste solitamente nell'emissione a proprio favore di un ammontare di criptovaluta prestabilito,

Le richieste di modifica vengono inoltrate dagli utilizzatori della rete come conseguenza delle loro transazioni. Le nuove informazioni vengono registrate in blocchi i quali, dopo essere stati validati, sono (figurativamente) congiunti l'uno all'altro fino a formare una catena⁶. Per inserire un nuovo blocco di informazioni è necessario che almeno un miner risolva un “*cryptographic puzzle*”⁷, indovinando un codice numerico la cui complessità varia in base a quanto previsto dal protocollo. Il *miner* che indovina il codice viene remunerato dal sistema, così come i *miner* successivi che validano il codice trovato. Grazie a questo meccanismo, si impedisce l'inserimento di blocchi contenenti false informazioni. Infatti, se fosse aggiunto un blocco falso, non sarebbe prevista nessuna remunerazione e l'aggiunta verrebbe rifiutata dagli altri partecipanti.

Mentre è molto facile riconoscere la correttezza delle informazioni inserite, nella *blockchain* è molto dispendioso registrare nuove informazioni. Ma ciò che è ancora più complesso, se non addirittura impossibile, è la rimozione o la modifica di informazioni già inserite. I *miner* si occupano, infatti, di validare periodicamente tutte le informazioni registrate nel tempo nel sistema, di cui è sempre possibile estrarne copia in modo da conoscere la cronologia di tutte le transazioni effettuate. Una volta che una informazione è registrata sulla *blockchain* questa è destinata a rimanere (quasi) per sempre, poiché per cancellare l'operazione sarebbe necessaria una volontà espressa in tal senso della maggior parte della forza computazionale dei *miner* che sostengono la rete. La tracciabilità delle transazioni insieme all'immutabilità delle informazioni rendono la tecnologia *blockchain* uno strumento particolarmente sicuro e affidabile senza il necessario apporto di alcun operatore centrale che gestisca le informazioni e ne garantisca la correttezza.

come accade nella *blockchain* Bitcoin dove i *miner* ricevono, appunto, Bitcoin.

6 È questo il meccanismo che dà il nome ‘*blockchain*’ alla rete.

7 Espressione utilizzata da HACKER P. e THOMALE C., *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, 2017. Disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3075820>

Come anticipato, sulla base delle regole contenute nel protocollo, è possibile effettuare anche altre operazioni su una rete *blockchain*. Ad esempio, come previsto dalla *blockchain* Ethereum, è possibile elaborare i più svariati software che potranno svolgere le operazioni per i quali sono stati programmati in maniera automatica, al soddisfacimento di predeterminate condizioni. Poiché sono eseguiti su una *blockchain*, una volta “lanciati” non è più possibile impedirne l’esecuzione se non al soddisfacimento di determinate condizioni e solo se queste sono state previste prima dell’inizio dell’esecuzione stessa. Questi programmi sono perfettamente adatti ad essere utilizzati per adempiere a prestazioni contrattuali. Possono infatti essere collegati a *provider* di informazioni esterne e trasferire automaticamente tanto informazioni quanto *asset* interni (criptovalute) o esterni alla *blockchain* sui quali sono eseguiti. Questi software sono definiti *smart contract*.

I *token* non sono altro che software eseguiti su una *blockchain* e contenenti uno o più *smart contract*. Essi rappresentano delle vere e proprie applicazioni che permettono di esercitare i diritti acquistati, garantendo l’esecuzione, anche automatica, della prestazione corrispondente. Queste caratteristiche fanno in modo che i contributori possano riporre particolare fiducia nell’emittente, senza bisogno dell’intermediazione di alcun soggetto che si occupi di garantire per lui o di detenere lo strumento per conto del contributore.

Prima del lancio di una ICO, le informazioni sull’offerta sono pubblicate in un c.d. *white paper*, un documento che spiega gli obbiettivi della raccolta e la tipologia di strumenti offerti. Ad oggi, il contenuto dei *white paper* non è tipizzato né soggetto a controllo da parte di alcuna autorità. L’assenza di regolamentazione specifica su questo e su altri aspetti rende i costi di realizzazione e di informativa finanziaria di una ICO particolarmente bassi.

3. Tipologie di token

Il principale ostacolo all'emanazione di una regolamentazione riguardante le ICO è costituito dal fatto che non esiste una tipizzazione di ciò che costituisce oggetto di offerta al pubblico, al contrario di quanto avviene, ad esempio, per le tradizionali forme di crowdfunding. Solitamente si è soliti distinguere tre tipologie di *token*.

Nella prima rientrano le ormai famose criptovalute, valute virtuali, prive di alcun riconoscimento normativo, utilizzate (per espressa volontà delle parti) per l'acquisto di beni o servizi, potendo svolgere le funzioni tipiche della moneta⁸. Concretamente, una criptovaluta non è altro che un bene immateriale prodotto da una rete *blockchain*, la cui esistenza è provata dalle informazioni registrate sulla stessa. Il successo delle criptovalute deve essere individuato nella fiducia che i suoi utilizzatori vi ripongono. Fiducia che dipende molto dal suo protocollo e, in particolare, dalle regole che disciplinano la produzione della criptovaluta e il suo trasferimento fra gli utenti.

Nella seconda rientrano gli *utility token*⁹, *token* che attribuiscono al possessore la possibilità di esercitare una precisa serie di diritti esclusivamente sui beni e sui servizi offerti della società emittente (proprietà di beni, sconti, ecc.).

Infine, vi è la categoria dei c.d. *investment token*, nella quale rientrano i *token* che attribuiscono diritti patrimoniali sui risultati dell'impresa (come percentuali sugli utili prodotti) oppure diritti amministrativi (come diritti di voto sulle scelte aziendali).

8 Alle criptovalute è infatti riconosciuta la possibilità di essere utilizzate come unità di conto, mezzo di pagamento e riserva di valore.

9 Parte della letteratura sull'argomento è solita assimilare criptovalute e *utility token*, riconoscendo solo due tipologie di strumenti. La verità è che nella pratica non è sempre facile ricondurre un *token* offerto ad una di queste tre tipologie a causa della diffusione di soluzioni ibride, specialmente fra *investment* e *utility token*.

Utilizzare una ICO per finanziare un progetto imprenditoriale significa avere a disposizione uno strumento molto duttile. L'emittente è libero di impostare la raccolta di capitali nel modo che meglio si adatta alle proprie esigenze imprenditoriali e, quindi, di attuare il proprio *business plan* già dalla fase di finanziamento dell'impresa. A così tanta libertà corrisponde però un alto grado di incertezza legislativa e regolamentare. È chiaro, infatti, che la disciplina applicabile dipenderà dai diritti che i *token* oggetto di offerta conferiranno e, pertanto, sarà sempre necessario un giudizio caso per caso. Non si porranno particolari problematiche regolamentari nel caso in cui i *token* offerti siano riconducibili esclusivamente alla categoria degli *utility token*. Riprendendo alcune categorie già note nell'ambito della finanza alternativa e in particolare del *crowdfunding*, questo tipo di ICO è del tutto assimilabile a una campagna di *reward crowdfunding* i cui attori principali non sono sottoposti ad una particolare disciplina in Italia. In linea generale troverebbero applicazione le norme del codice civile riguardanti la vendita di un bene futuro e, ricorrendone le condizioni, quelle del codice del consumo. Alle medesime conclusioni si deve giungere nel caso in cui a seguito di una ICO siano emesse delle criptovalute. Come accade per i Bitcoin, queste possono fungere da corrispettivo dello scambio di un bene o di un servizio solo con il consenso delle parti¹⁰.

10 Non dovrebbero trovare applicazione nemmeno le nuove modifiche apportare alla normativa antiriciclaggio sulle valute virtuali. Sarebbe difficile assimilare l'emittente ad un prestatore di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale per mancanza del requisito della professionalità con il quale si effettuerebbe lo scambio fra moneta corrente e criptovaluta, requisito operativo tipico dei cambia valute o dei c.d. *exchange*.

4. Problematiche regolamentari

Maggiori problematiche regolamentari si riscontrerebbero, invece, nel caso in cui l'azienda promotrice opti per l'emissione di *investment token*. In questo caso l'offerta potrebbe avere ad oggetto veri e propri strumenti finanziari, con la conseguente applicabilità di una normativa molto più complessa rispetto a quella prevista per l'emissione di altre tipologie di *token*.

Ad esempio, ciò è stato confermato dall'autorità di regolamentazione del mercato statunitense, la SEC¹¹, che ha sancito per la prima volta l'applicabilità delle norme in materia di offerta al pubblico a una ICO nell'ormai famoso caso DAO¹². Come è noto, tutte le volte in cui una "security" è offerta al pubblico negli Stati Uniti, l'emittente deve pubblicare un prospetto che deve essere registrato presso la SEC. Il legislatore americano definisce le *security* limitandosi a fornire un elenco di strumenti finanziari¹³, senza delineare le caratteristiche che un "nuovo" strumento (non appartenente a questo elenco) deve possedere per essere considerato tale. Per superare questa rigidità regolamentare, si utilizza la definizione giurisprudenzia-

11 Security Exchange Authority

12 La DAO (*decentralized autonomus organization*) è stata una organizzazione che si riprometteva di investire i fondi raccolti tramite ICO in una serie di progetti legati al mondo delle criptovalute. Si caratterizzava per essere priva di organizzazione sia fisica (esistendo solo sugli *smart contract* registrati nella *blockchain* Ethereum) che manageriale (promettendo di affidare il ruolo di amministratori alla folla detentrici dei *token* offerti a seguito della ICO) promettendo trasparenza su ogni operazione compiuta dall'organizzazione. Per maggiori informazioni si rimanda al Report SEC no. 81207 del 25 luglio 2017 "Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO" disponibile all'indirizzo <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-131>

13 In particolare, la norma afferma "[t]he term "security" means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a "security", or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing." [Security Act, Sec 2(a)]

le di uno degli strumenti presenti nell'elenco: l'“*investment contract*”. La definizione risale al 1946 ed è stata formulata dalla decisione SEC *contro* *Howey*, dal quale ha preso il nome di *Howey test*. Un'offerta al pubblico ha ad oggetto l'emissione di *investment contract* quando prevede (i) l'investimento di una somma di denaro o di un bene equivalente (ii) in una impresa non individuale (iii) con la ragionevole aspettativa di trarre profitto (iv) dall'attività imprenditoriale e manageriale condotta da altri¹⁴. Nonostante i dubbi in dottrina sul fatto che l'emissione di *investment token* soddisfi tutti e quattro i requisiti dell'*Howey test*, secondo quanto sancito dalla SEC l'emittente di *investment token* è obbligato alla pubblicazione di un prospetto informativo¹⁵. Con il suo intervento la SEC ha quindi aperto una definizione apparentemente chiusa al fine di imporre l'applicazione della disciplina dell'offerta al pubblico all'emissione di strumenti altamente innovativi come gli *investment token*.

In Europa, diversamente, nessuna autorità si è ancora espressa direttamente sull'applicazione delle norme sull'offerta al pubblico agli emittenti di *investment token* come ha fatto la SEC. In ogni caso, è comunque possibile desumere dal dettato normativo (anziché da quello giurisprudenziale) quali caratteristiche deve possedere un *investment token* affinché sia considerato una *security* secondo il diritto europeo. La normativa da prendere in considerazione è il Regolamento Prospetto¹⁶ il quale

14 SEC *contro* W.J. Howey Co (1946). Nel caso DAO la SEC ha considerato soddisfatte le condizioni dell'*Howey test* anche nel caso di investimento in Bitcoin, equiparandoli a forme equivalenti di denaro. Tale equiparazione era già avvenuta ad opera di altre decisioni giurisprudenziali fra le quali si richiamano le seguenti: United States *contro* Faiella (2014) e SEC *contro* Shavers (2013)

15 HACKER P. e THOMALE C., *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, 2017, p. 18

16 Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato.

all'Art. 2, comma 1, lett. a)¹⁷, tramite un rimando alla Direttiva MiFID II¹⁸ introduce la definizione di *security*, definendone le caratteristiche. Un *investment token* per rientrare nella definizione di *security* dovrà dunque essere trasferibile, negoziabile e standardizzato¹⁹, nonché essere assimilabile ad alcuni strumenti contenuti in una lista esemplificativa che include titoli azionari, titoli obbligazionari nonché altri valori mobiliari che facciano acquisire il diritto di vendere o comprare i titoli predetti o che ne permettano un regolamento a pronti. Lista che, nonostante sia solo esemplificativa, acquisisce grande rilevanza quando si tratta di “nuovi” strumenti di investimento privi di una precisa regolamentazione. Infatti, nonostante con i tre requisiti di negoziabilità, trasferibilità e standardizzazione non vengano delineati concetti propri della partecipazione a una organizzazione aziendale (come nell'*Howey test*) questi possono essere desunti comunque dal raffronto con gli strumenti elencati dalla norma e, in particolare, con l'assimilazione alla categoria dei titoli azionari o di quelli obbligazionari²⁰. Permane, in ogni caso, un certo grado di incertezza

17 L'Art. 2, comma 1, lett. a) recita: “‘securities’ means transferable securities as defined in point (44) of Article 4(1) of Directive 2014/65/EU with the exception of money market instruments as defined in point (17) of Article 4(1) of Directive 2014/65/EU, having a maturity of less than 12 months” – “«titoli»: i valori mobiliari ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 44, della direttiva 2014/65/UE, a eccezione degli strumenti del mercato monetario ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 17, della direttiva 2014/65/UE aventi una scadenza inferiore a 12 mesi”

18 Il rimando è all'Art. 4, comma 1, n. 44 della Direttiva (UE) 2014/65 secondo cui: “(44) ‘transferable securities’ means those classes of securities which are negotiable on the capital market, with the exception of instruments of payment, such as: (a) shares in companies and other securities equivalent to shares in companies, partnerships or other entities, and depositary receipts in respect of shares; (b) bonds or other forms of securitised debt, including depositary receipts in respect of such securities; (c) any other securities giving the right to acquire or sell any such transferable securities or giving rise to a cash settlement determined by reference to transferable securities, currencies, interest rates or yields, commodities or other indices or measures;” – “(44) «valori mobiliari»: categorie di valori, esclusi gli strumenti di pagamento, che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, ad esempio: a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e certificati di deposito azionario; b) obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli; c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere tali valori mobiliari o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure;”

19 Caratteristiche evidenziate e spiegate in dettaglio in HACKER P. e THOMALE, C., *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, 2017

20 Così un *token* che attribuisce diritto di voto nell'assemblea della società nonché un diritto agli utili da questa prodotti, se offerto al pubblico potrà essere considerato una *security* in quanto avente tutte le caratteristiche di un titolo azionario.

regolamentare sicché, anche qui come negli Stati Uniti, una valutazione caso per caso sarà sempre necessaria. Ciò anche alla luce del fatto che la “malleabilità” di questo strumento permette di modificarne le caratteristiche e, di conseguenza, l’applicabilità dell’intera disciplina²¹.

La legislazione europea è altresì rilevante in quanto prevede espressamente alcune esenzioni dalla disciplina appena menzionata²². Esenzioni che diventano particolarmente rilevanti non tanto per la loro disciplina all’interno del Regolamento Prospetto quanto più per la possibilità accordata a ogni Stato Membro di ampliarne le soglie entro certi limiti²³. In

21 HACKER P. e THOMALE, C., *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, 2017, p. 18

22 Come previsto dall’Art. 1, comma 4 del Regolamento (UE) 2017/1129 “[l]’obbligo di pubblicare il prospetto di cui all’articolo 3, paragrafo 1, non si applica ai seguenti tipi di offerta pubblica di titoli:

- a) l’offerta di titoli rivolta unicamente a investitori qualificati;
- b) l’offerta di titoli rivolta a meno di 150 persone fisiche o giuridiche per Stato membro, diverse dagli investitori qualificati;
- c) l’offerta di titoli il cui valore nominale unitario sia di almeno 100 000 EUR;
- d) l’offerta di titoli rivolta a investitori che acquistano titoli per un corrispettivo totale di almeno 100 000 EUR per investitore, per ogni offerta separata;
- e) le azioni emesse in sostituzione di azioni della stessa classe già emesse, se l’emissione di queste nuove azioni non comporta un aumento del capitale emesso;
- f) i titoli offerti in occasione di un’acquisizione mediante offerta pubblica di scambio, a condizione che sia reso disponibile al pubblico un documento secondo le modalità di cui all’articolo 21, paragrafo 2, contenente informazioni che descrivono l’operazione e il suo impatto sull’emittente;
- g) i titoli offerti, assegnati o da assegnare in occasione di una fusione o scissione, a condizione che sia reso disponibile al pubblico un documento secondo le modalità di cui all’articolo 21, paragrafo 2, contenente informazioni che descrivono l’operazione e il suo impatto sull’emittente;
- h) i dividendi versati ad azionisti esistenti sotto forma di azioni della stessa classe di quelle per le quali sono pagati tali dividendi, a condizione che sia reso disponibile un documento contenente informazioni sul numero e sulla natura delle azioni, sui motivi e sui dettagli dell’offerta;
- i) i titoli offerti, assegnati o da assegnare ad amministratori o ex amministratori o dipendenti o ex dipendenti da parte del loro datore di lavoro o da parte di un’impresa collegata, a condizione che sia reso disponibile un documento contenente informazioni sul numero e sulla natura dei titoli, sui motivi e sui dettagli dell’offerta o dell’assegnazione;
- j) i titoli diversi dai titoli di capitale emessi in modo continuo o ripetuto da enti creditizi qualora il corrispettivo aggregato totale nell’Unione dei titoli offerti sia inferiore a 75 000 000 EUR per ente creditizio calcolati su un periodo di 12 mesi, a condizione che tali titoli:
 - i) non siano subordinati, convertibili o scambiabili; e
 - ii) non conferiscano il diritto di sottoscrivere o acquisire altri tipi di titoli e non siano collegati ad uno strumento derivato.”

23 Si fa riferimento all’Art. 3, comma 2 del Regolamento (UE) 2017/1129 secondo cui “uno Stato membro può decidere di esentare le offerte al pubblico di titoli dall’obbligo di pubblicazione del prospetto [...], a condizione che:

- a) tali offerte non siano subordinate a una notifica di cui all’articolo 25; e
- b) il corrispettivo totale di ciascuna offerta nell’Unione sia inferiore a un importo monetario calcolato su un periodo di 12 mesi che non superi 8 000 000 EUR.”

questo modo l'emittente ha una possibilità espressa di "programmare" l'*investment token* oggetto di offerta al pubblico in modo da rientrare in una di queste esenzioni.

5. Disciplina applicabile agli *investment token* in Italia

Prendendo in considerazione le norme che potrebbero trovare applicazione qualora una ICO fosse condotta in Italia, la prima valutazione da compiere riguarderebbe a che categoria di *token* ascrivere gli strumenti oggetto d'offerta.

Anche secondo la legislazione italiana, come anticipato, mentre l'emissione di *utility token* o di criptovalute non sarebbe soggetta ad alcuna onerosa disciplina regolamentare, il caso più interessante e complesso riguarderebbe l'emissione di *investment token*. In questo caso, infatti, troverebbero applicazione gli artt. 93-*bis* ss. del Testo Unico della Finanza in materia di offerta al pubblico di strumenti finanziari. Ciò implica, *inter alia*, l'obbligo per la società emittente di diffondere, previa approvazione CONSOB, un prospetto informativo con tutti i costi ad esso collegati; costi ben più alti di quelli necessari per la redazione del già citato *white paper*.

Come previsto anche dalla normativa europea, queste regole non sarebbero applicabili nel caso in cui l'offerta venisse condotta in modo da rientrare nelle esenzioni²⁴ previste all'Art. 100 del Testo Unico della Finan-

24 Come affermato da Enriques con riferimento all'*equity crowdfunding*. Per maggiori dettagli si rimanda a ENRIQUES L., *La disciplina italiana uccide il crowdfunding nella culla*, in Mosco (Ed.), *Aspetti giuridici del crowdfunding*, Roma, 2014, disponibile all'indirizzo www.crowdfuture.net, pp. 72 ss., spec. p. 73.

za²⁵. Quella che meglio si adatta al lancio di una ICO²⁶, è quella di cui all'Art. 100, comma 1, lett. c) che permetterebbe l'emissione di *investment token* il cui valore nei dodici mesi fosse inferiore a 5 milioni di euro²⁷. Esenzione che ben potrebbe soddisfare il volume di raccolta di una ICO condotto da una piccola media impresa²⁸. Il problema dell'utilizzo di questa esenzione è che l'offerta dovrebbe essere condotta esclusivamente in Italia o, almeno, solo in altri Stati Membri che, nell'implementazione delle stesse esenzioni previste dal Regolamento Prospetto, abbiamo introdotto un valore massimo di raccolta almeno pari a quello dell'offerta considerata²⁹. Si fa dunque risentire il problema, già noto dell'ambito dell'*equity crowdfunding*, riguardante le limitazioni territoriali causate dalla mancanza di una disciplina unica sull'offerta al pubblico di strumenti di finanza alternativa³⁰.

25 A norma del citato articolo, rientrano nell'esenzione le offerte: “

- a) rivolte ai soli investitori qualificati, come definiti dalla Consob con regolamento in base ai criteri fissati dalle disposizioni comunitarie;
- b) rivolte a un numero di soggetti non superiore a quello indicato dalla Consob con regolamento;
- c) di ammontare complessivo non superiore a quello indicato dalla Consob con regolamento;
- d) aventi a oggetto strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale emessi da o che beneficiano della garanzia incondizionata e irrevocabile di uno Stato membro dell'Unione europea o emessi da organismi internazionali a carattere pubblico di cui facciano parte uno o più Stati membri dell'Unione europea;
- e) aventi a oggetto strumenti finanziari emessi dalla Banca Centrale Europea o dalle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'Unione Europea;
- f) aventi ad oggetto strumenti diversi dai titoli di capitale emessi in modo continuo o ripetuto da banche a condizione che tali strumenti:
 - i) non siano subordinati, convertibili o scambiabili;
 - ii) non conferiscano il diritto di sottoscrivere o acquisire altri tipi di strumenti finanziari e non siano collegati ad uno strumento derivato;
 - iii) diano veste materiale al ricevimento di depositi rimborsabili;
 - iv) siano coperti da un sistema di garanzia dei depositi a norma degli articoli da 96 a 96-quater del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385;
- g) aventi ad oggetto strumenti del mercato monetario emessi da banche con una scadenza inferiore a 12 mesi.”[Art. 100, comma 1, del Testo Unico della Finanza]

26 La maggior parte delle esenzioni previste dal Testo Unico pongono infatti delle limitazioni su chi (e su quanti) possono essere destinatari di un'offerta. Ma la promozione di una ICO tramite Internet male si presta a restrizioni di questo tipo.

27 Valore che deve essere messo in relazione con quello instabile delle eventuali criptovalute che l'emittente potrebbe richiedere in cambio dei propri *token*.

28 Si consideri che l'ammontare massimo sino ad ora raccolto da una singola campagna di equity crowdfunding in Italia è di 2,25 milioni di euro. Per maggiori dettagli si rimanda al sito <http://www.osservatorio-crowdfunding.it/>

29 Ciò significa ad esempio che un'offerta mirante alla raccolta di 3 milioni di euro, mentre potrebbe essere condotta in regime di esenzione sia in Italia che in Inghilterra (dove il limite è rispettivamente di 5 e di 8 milioni di euro) non potrebbe essere condotta in Germania dove il limite è fissato a 2,5 milioni di euro.

30 Con specifico riferimento all'*equity crowdfunding* (e quindi anche alle ICO secondo quanto si dirà *infra*) la soluzione a questa problematica potrebbe essere data dall'adozione della proposta di regolamento eu-

6. Applicabilità della disciplina sull'*equity crowdfunding*

Una soluzione per ridurre i costi di promozione dell'offerta, diversa dal complicato utilizzo delle esenzioni dalla pubblicazione del prospetto previste dal Testo Unico della Finanza e dal Regolamento Emittenti, potrebbe essere data dal coinvolgimento di un portale per la raccolta di capitali *ex art. 100-ter* del Testo Unico della Finanza. In questo modo la disciplina tradizionale appena descritta potrebbe essere sostituita da una molto meno costosa: quella sull'*equity crowdfunding*, le cui regole sono dettate dal Regolamento CONSOB sulla raccolta di capitali tramite portali on-line³¹. Per l'applicazione di questa disciplina non rilevano le modalità con le quali i diritti relativi alla partecipazione acquisita vengono esercitati (attraverso *token* o altri strumenti informatici). L'importante è che gli strumenti finanziari offerti siano riconducibili a "capitale di rischio", come previsto dall'art. 1, comma 5-novies, del Testo Unico della Finanza, e che il controvalore dell'offerta abbia un valore inferiore a 5 milioni di euro.

La funzione di intermediazione può essere svolta da imprese di investimento e da banche autorizzate ai relativi servizi di investimento, le quali possono *de iure* gestire una portale per la raccolta di capitali. Inoltre, la raccolta potrebbe essere effettuata anche attraverso i c.d. gestori speciali non professionali, società costituite appositamente per la gestione di una piattaforma e che possono operare al soddisfacimento di determinate condizioni, tra cui l'iscrizione in un apposito registro tenuto dalla CONSOB³².

ropeo sul crowdfunding ("Commission proposal for a regulation on European crowdfunding services providers" del 8 marzo 2018), che si ripromette di definire una soglia comune a tutti gli Stati Membri per le raccolte di capitali tramite questo strumento di finanza alternativa. Per maggiori informazioni si rimanda al sito ufficiale della Commissione Europea dedicata a questa proposta https://ec.europa.eu/info/publications/180308-proposal-crowdfunding_en

31 Delibera Consob n. 18592 del 26 giugno 2013

32 Per maggiori informazioni si veda DE LUCA N., FURNARI S. L. e GENTILE A., *Equity Crowdfunding*, in *Digesto delle Discipline Civilistiche: Sezione Commerciale*, 2017, UTET GIURIDICA

In verità le piattaforme che si occupano di “intermediarie” il mercato primario non sono tanto diffuse quanto quelle che gestiscono il mercato secondario degli strumenti emessi a seguito di ICO. Tradizionalmente, infatti, le ICO vengono effettuate direttamente sul sito web dell’azienda proponente. Nonostante ciò, l’utilizzo di un portale di *token crowdfunding* non ne influenzerebbe la natura. La peculiarità di una ICO consiste nella possibilità di instaurare una relazione “innovativa” fra sottoscrittori e società; relazione basata sull’auto esecuzione di *smart contract* e sulla fiducia che gli investitori ripongono nell’utilizzo della *blockchain*. Favorire questa creazione, anche da un punto di vista tecnico, potrebbe essere uno dei ruoli di queste piattaforme. In questo modo sarebbe possibile avvicinare all’utilizzo di uno strumento *eccessivamente* innovativo anche aziende più tradizionali che potrebbero essere guidate, passo dopo passo, nella definizione del proprio esclusivo *token* anche senza possedere le competenze informatiche a ciò necessarie.

Al contrario, da un punto di vista regolamentare, l’applicazione della disciplina sull’*equity crowdfunding*, favorirebbe una maggior tutela dell’investitore; tutela che per certi versi è anche superiore rispetto a quella apprestata dalla normativa tradizionale. Troverebbero applicazione, ad esempio, le regole che garantiscono un diritto di ripensamento sull’investimento effettuato nonché diritti di *exit*, fra i quali sono compresi la previsione obbligatoria di clausole di tag-along nello statuto dell’emittente e la garanzia del diritto di recesso nel caso in cui la partecipazione di maggioranza venga alienata entro un certo periodo di tempo dalla conclusione dell’offerta³³. Essendo il fenomeno privo di regolamentazione, l’unica tutela attualmente prevista a favore dell’investitore di una ICO, oltre a quella penale, è quella informatica dovuta sia alla menzionata trasparenza insita nella tecnologia *blockchain* che al principio di auto-esecuzione degli *smart contract*.

33 DE LUCA N., FURNARI S. L. e GENTILE A., *Equity Crowdfunding*, in *Digesto delle Discipline Civilistiche*: Sezione Commerciale, 2017, UTET GIURIDICA

Affiancare due diverse forme di tutela, una legislativa e una tecnico-informatica, avrebbe l'effetto finale di aumentare l'attrattività di questo strumento da parte degli investitori. È necessario, infatti, tenere conto anche degli alti rischi riconnessi alle ICO. Alcune recenti ricerche³⁴ condotte da una società di consulenza americana evidenziano come un'altissima percentuale delle ICO condotte sino a oggi si siano rivelate delle vere e proprie truffe. La tutela addizionale offerta dalla disciplina italiana sull'*equity crowdfunding* favorirebbe la riabilitazione di questo strumento. Ciò porterebbe a maggiori garanzie e a una maggiore sicurezza per gli investitori, i quali sarebbero ancora più invogliati a partecipare alla raccolta in cambio di maggiore tutela. In vero, anche la partecipazione della piattaforma assicurerebbe una tutela aggiuntiva. Agendo da *gatekeeper*, grazie alla selezione delle imprese intenzionate a dare avvio alla raccolta, si limiterebbe esponenzialmente il pericolo che dietro alla richiesta di finanziamento tramite ICO non si nasconda, in realtà, alcun progetto imprenditoriale.

34 La ricerca è stata condotta dalla società Satis Group. Per maggiori informazioni sui risultati della ricerca si rimanda al sito <https://medium.com/satis-group/ico-quality-development-trading-e4fef28df04f>

Editrice Minerva Bancaria s.r.l.

Quaderno n. 2 /2018

Direttore responsabile Giovanni Parrillo

DIREZIONE E REDAZIONE: Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma

e.mail: redazione@rivistabancaria.it

AMMINISTRAZIONE: EDITRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.

presso P&B Gestioni Srl, Via di Villa Massimo, 29 - 00161 – Roma -

Fax +39 06 83700502

e.mail: amministrazione@rivistabancaria.it

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

Il contenuto del presente Quaderno rispecchia soltanto il pensiero
degli Autori e non impegna la Direzione della Rivista
È vietata la riproduzione senza preventivo consenso della Direzione



COMITATO EDITORIALE STRATEGICO

PRESIDENTE

GIORGIO DI GIORGIO, Luiss Guido Carli

COMITATO

CLAUDIO CHIACCHIERINI, Università degli Studi di Milano Bicocca

MARIO COMANA, Luiss Guido Carli

ADRIANO DE MAIO, Università Link Campus

RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma Tor Vergata

MARCELLO MARTINEZ, Università della Campania

GIOVANNI PARRILLO, Editrice Minerva Bancaria

MARCO TOFANELLI, Assoreti

RAFFAELE LENER

Professore ordinario nella Facoltà di Giurisprudenza dell'Università di Roma Tor Vergata, ove insegna Diritto commerciale e Diritto dei mercati finanziari dal 1998. Docente di Diritto commerciale presso la LUISS Guido Carli dal 1994. Ha in precedenza insegnato nelle Università di Perugia (1992/94) e Bari (1994/98). Avvocato, partner dello studio legale Freshfields Bruckhaus Deringer. È autore di numerose pubblicazioni. Membro del Legal Certainty Group, istituito dalla Commissione UE nel 2005. È stato componente dell'ABF-Arbitro Bancario Finanziario presso la Banca d'Italia dalla costituzione nel 2009 al 2015. Dal 2016 è componente dell'ACF-Arbitro per le Controversie Finanziarie presso la Consob. Fa parte del Giurì di Assoreti e di Assogestioni, del Comitato Scientifico dell'UFI e dell'Associazione dei Prestatori di servizi di pagamento. È stato componente del Comitato Scientifico dell'Organismo Agenti e Mediatori e del Comitato dei Saggi della società di gestione del mercato TLX.

La tecnologia e i Big Data stanno cambiando i connotati dell'industria finanziaria. Si tratta di una vera e propria rivoluzione che pone numerosi interrogativi giuridici ed economici. Il Quaderno di Minerva Bancaria, ***Fintech: diritto, tecnologia e finanza*** vuole offrire una panoramica dei temi emergenti: dalle negoziazioni ad alta frequenza alla digitalizzazione della consulenza finanziaria e al *robo-advice*; a nuove strutture e forme di negoziazione, quali *blockchain*, *peer to peer lending*, *crowdfunding*; fino alla *compliance* verso questi nuovi strumenti e forme di contrattazione.

Il dibattito e l'analisi sul fenomeno *Fintech* sta dunque crescendo. Su questi temi si è soffermato in particolare il convegno "*Diritto, tecnologia e finanza*" che si è svolto a maggio 2018 ad Ancona presso la facoltà di Economia Giorgio Fuà dell'Università Politecnica delle Marche. Il Quaderno raccoglie i principali interventi, integrandoli con temi più specifici, relativi anche al comportamento degli operatori e del mercato e alla conseguente necessità di nuove strategie per gli intermediari tradizionali.



ISBN 978-88-98854-15-8

