

ILARIA CAPELLI

LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE IMPRESE E GLI STRUMENTI FINANZIARI DIGITALI. PRIME CONSIDERAZIONI TRA DECENTRALIZZAZIONE E REGOLAZIONE NEL CONTESTO DEL *DLT PILOT REGIME* E DEL DECRETO *FINTECH*

SOMMARIO: 1. L'innovazione digitale e le sue premesse. — 2. Le imprese nel contesto dell'innovazione digitale. — 3. La regolazione dell'offerta di cripto-attività: un sistema in via di formazione. — 4. La risposta italiana al *DLT Pilot Regime*: il d.l. 17 marzo 2023, n. 25, convertito con modificazioni in l. 10 maggio 2023, n. 52. — 4.1 I “nuovi” strumenti finanziari *DLT* tra schemi innovativi ed esigenze definitive. — 4.2 Gli strumenti finanziari *DLT* e le figure affini. — 5. La regolazione della *DLT* tra libertà e limiti. — 6. La circolazione degli strumenti finanziari digitali e le altre modalità di circolazione delle partecipazioni sociali. — 7. Gli effetti dell'applicazione della tecnologia *DLT* sulla partecipazione sociale. — 8. Problemi aperti e prospettive: le nuove tecnologie “amplificano” il cambiamento o lo indirizzano?

1. L'INNOVAZIONE DIGITALE E LE SUE PREMESSE.

È l'estate del 2008: dal misterioso profilo Satoshi Nakamoto viene registrato il dominio bitcoin.org, un nome destinato a rivoluzionare le modalità di pagamento e a dare origine all'*Internet of Value*, uno spazio in cui il valore è trasferito facilmente e tendenzialmente senza costi, come avviene con i dati¹; negli stessi giorni dichiara fallimento la Lehman Brothers, dando vita ad una delle più gravi crisi finanziarie di sempre. A distanza di quindici anni stiamo vivendo le conseguenze di quelle svolte epocali, e molti aspetti dell'una e dell'altra vicenda non sono ancora del tutto chiariti.

¹ Uno dei primi richiami all'*Internet of Value* e alle sue potenzialità risale al 2017: <https://ripple.com/insights/the-internet-of-value-what-it-means-and-how->

[it-benefits-everyone/](https://ripple.com/insights/the-internet-of-value-what-it-means-and-how-it-benefits-everyone/). Tutti i siti internet richiamati in questo lavoro sono stati consultati nel mese di giugno 2023.

Sono, infatti, molte le questioni che concernono le cripto-attività sulle quali è aperto un dibattito e che impongono una coerente risposta regolatoria. La stessa espressione “cripto-attività” o “cripto-asset” individua una categoria molto vasta ed eterogenea, all’interno della quale possiamo trovare le cripto-valute o *crypto-currency*, gli *utility token*, gli *investment token*, i *token* ibridi e gli *NFT* ². D’altra parte, il giustificato sospetto che circonda questi valori digitali ³ non deve far dimenticare che ad oggi vi sono oltre 22.000 diverse cripto-attività in circolazione, di cui la quasi totalità funzionanti tramite *DLT* (*Distributed Ledger Technology*, della quale fa parte il più noto sistema *blockchain* ⁴), con una capitalizzazione di mercato di oltre 1.000 miliardi di dollari ⁵.

Tra i vari aspetti sul tappeto, che richiedono una risposta regolatoria, vi sono le caratteristiche che rendono, in genere, le cripto-attività degli strumenti disintermediati e decentralizzati, il cui concreto utilizzo trova fondamento ideologicamente e pro-

² Il termine cripto-attività si riferisce, negli studi più recenti, ad una categoria ampia, non limitata alle sole ben note valute virtuali, ma comprensiva dell’ampio fenomeno dei *token*: V. DE STASIO, *Le monete virtuali: natura giuridica e disciplina dei prestatori di servizi connessi*, in M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, Milano, 2020, 225, cui rinvio per gli altri numerosi riferimenti; cfr. anche A. CAPONERA, C. GOLA, *Aspetti economici e regolamentari delle «cripto-attività»*, *Questioni di Economia e Finanza*, *Occasional Papers* n. 484, Banca d’Italia, 2019; P. CARRIÈRE, *Le “criptovalute” sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di “strumenti finanziari” e “prodotti finanziari”*: tra tradizione e innovazione, in *Riv. Dir. Bancario*, 2019, 2, 1 ss.

³ Non sono mancati gravi scandali a corroborare la sensazione di trovarci di fronte ad una sorta di Far West finanziario, basti pensare alla vicenda *FTX*, società per lo scambio di cripto-valute, fallita lo scorso 11 novembre 2022, o meno di recente allo scandalo che ha circondato la morte sospetta di Gerald “Gerry” Cotten, titolare di Quadriga CX, ben descritto nel documentario “*Trust No One: The Hunt for the Crypto King*?”. Nel nostro Paese, si può ricordare la recente inchiesta su New Financial Technology e, sempre di questi giorni, il blocco della piattaforma di cripto-valute *The Rock Trading*. La risonanza che ha avuto la vicenda *FTX* spinge a chiedersi quale potrà concretamente essere il futuro di questo settore, specialmente quando sarà presente una compiuta regolazione dello stesso; si

veda P. KRUGMANN, *Is the end game for crypto?*, in *The New York Times*, 17 novembre 2022, il quale osserva che “*if the government finally moves in to regulate crypto firms, which would, among other things, prevent them from promising impossible-to-deliver returns, it’s hard to see what advantage these firms would have over ordinary banks. Even if the value of Bitcoin doesn’t go to zero (which it still might), there’s a strong case that the crypto industry, which loomed so large just a few months ago, is headed for oblivion*”.

⁴ La tecnologia *blockchain* è la più diffusa e conosciuta delle tecnologie *DLT* (*Distributed Ledger Technology*) e si fonda su registri distribuiti che non necessitano di un controllo centralizzato per la loro validazione e amministrazione: A. GHIANI, *Blockchain: linee guida. Dai casi pratici alla regolamentazione*, Torino, 2022, 10 ss.; AA.VV., a cura di S. Capaccioli, *Cripto attività, criptovalute e bitcoin*, Milano, 2021, 61 ss. P. MAUME, M. FOMBERGER, *Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Law*, in *Chicago Journal of International Law*, 2019, 548 ss.; A. WRIGHT, J. ROHR, *Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets*, in *Hastings Law Journal*, 2019, 463 ss.; I.M. BARSAN, *Legal Challenges of Initial Coin Offerings*, in *Reveu Trimestrelle de Droit Financier*, 2017, 54 ss.; R. PISELLI, *Quando la decentralizzazione delle DLT incontra il mercato dei capitali. Appunti sulle organizzazioni decentralizzate*, in *AGE*, 2019, 1, 373.

⁵ Si veda <https://coinmarketcap.com/>.

grammaticamente, almeno nelle intenzioni di coloro che le hanno per primi teorizzate ⁶, nella sola fiducia degli investitori; si tratta di una fiducia che, a sua volta, viene riposta dagli operatori nel buon funzionamento della tecnologia su cui si fonda la rete *blockchain* ⁷. Non vi è il coinvolgimento di autorità o di soggetti terzi (anche privati) in funzione di sostegno o garanzia ⁸; sotto questo profilo, in particolare, le cripto-valute si distinguono chiaramente dalle c.d. monete fiat, vale a dire le monete non ancorate al prezzo di una materia prima, come oro o argento, aventi corso legale in uno Stato.

Le cripto-valute hanno immediatamente attirato l'attenzione del legislatore. Il rifiuto di attribuire un qualsiasi ruolo allo Stato ha, di fatto, spiazzato le autorità governative, che hanno risposto con reazioni assai diverse tra loro, in particolare a fronte della circolazione delle cripto-valute. Ai due estremi abbiamo, da una parte, El Salvador e la Repubblica Centrafricana, che hanno reso il Bitcoin moneta avente corso legale ⁹ e, dall'altra, la Cina che, pur essendo fortemente impegnata a sviluppare la tecnologia *blockchain*, ha reso illegali le cripto-valute nel 2021 ¹⁰. Alla Cina si è recentemente allineata la Russia, dopo la firma nel luglio 2022 di una legge che vieta di usare la moneta virtuale per pagare beni e servizi ¹¹.

Fra i due estremi si pone l'assoluta maggioranza degli altri Paesi, che si interrogano sulle possibilità concesse dai nuovi

⁶ Sull'originaria ispirazione legata al *crypto-anarchism*, cfr. G. GASPARRI, *Riflessioni sulla natura giuridica del bitcoin tra aspetti strutturali e profili funzionali*, in *Diritto Bancario*, <https://www.diritto bancario.it/art/riflessioni-sulla-natura-giuridica-del-bitcoin-tra-aspetti-strutturali-e-profil-funzionali/>.

⁷ Cfr. M. CIAN, *La criptovaluta - alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca, borsa, ut. cred.*, 2019, 318.

⁸ Cfr. L. W. CONG, Z. HE, *Blockchain disruption and smart contracts*, in *Rev. of Financial Studies*, 2019, 1754; D. BOREIKO, G. FERRARINI, P. GIUDICI, *Blockchain Startups and Prospectus Regulation*, in *European Business Organization Law Review*, 2019, 668; G. VIDAN, V. LEHDONVIRTA, *Mind the gap: Bitcoin and the maintenance of trustlessness*, in *New Media & Society*, 2019, 43, reperibile in www.sagepub.com: l'ideologia riconducibile a Satoshi Nakamoto è di carattere tecno-utopistico: la fiducia non è riposta nello Stato o nei privati, ma nella tecnologia; allo stesso tempo si dà vita ad un'economia impersonale, priva dei costi di un potere centralizzato incaricato di regolarla.

⁹ P. MAUME, L. MAUTE, M. FROMBERGER, *The Law of Crypto Assets. A Handbook*, Beck, 2022, 594 ss.

¹⁰ Agli esordi, la Banca popolare cinese esprimeva un certo favore per le criptovalute, si veda G. LEMME, S. PELUSO, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso Bitcoin*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2016, II, 32. Ma in seguito, è stata progressivamente bandita: R. XIE, *Why China had to "Ban" Cryptocurrency, but the U.S. did not: A Comparative Analysis of Regulations on Crypto-Markets Between the U.S. and China*, in *Wash. U. Global Stud. L. Rev.*, 18, 2019, 457, reperibile in https://openscholarship.wustl.edu/law_globalstudies/vol18/iss2/9. La Banca Centrale Cinese emette, in realtà, una moneta elettronica e non una criptovaluta, il c.d. Yuan digitale, che si differenzia, appunto, dal Bitcoin e dalle altre criptovalute per il fatto di essere supportata dalla stessa banca centrale e, in più, di consentire un analitico e dettagliato tracciamento dei consumi dei cittadini.

¹¹ I cittadini russi possono ancora acquistare e investire in criptovalute e il *mining* è ancora consentito (nel 2021 la Russia era il terzo Paese al mondo per estrazione di

strumenti e, di conseguenza, sul loro inquadramento giuridico. La Banca d'Italia, in linea con quanto stabilito da EBA (*European Banking Authority*) e dalla Banca Centrale Europea, occupandosi in particolare di cripto-valute, ha sostenuto che si tratta di “rappresentazioni digitali di valore non emesse da una banca centrale o da un'autorità pubblica. Esse non sono necessariamente collegate ad una valuta avente corso legale, ma sono utilizzate come mezzo di scambio o detenute a scopo di investimento e possono essere trasferite, archiviate e negoziate elettronicamente. Esse non sono moneta legale e non devono essere confuse con la moneta elettronica”¹².

Molto acceso è il dibattito intorno alla natura delle cripto-valute. La Corte di Giustizia dell'Unione Europea (22 ottobre 2015, n. 264/14) ha identificato nel Bitcoin un mezzo di pagamento; analogamente, la Ris. Agenzia delle Entrate n. 72/E del 2016 ha considerato le cripto-valute come un mezzo di pagamento, da assimilare alle valute estere. La dottrina più recente, invece, occupandosi delle cripto-attività nel loro complesso, ricostruisce il fenomeno riferendosi ad “entità immateriali del mondo virtuale che incorporano un valore economico, crittograficamente protetto”¹³.

2. LE IMPRESE NEL CONTESTO DELL'INNOVAZIONE DIGITALE.

L'attenzione degli studiosi, come si è avuto modo di osservare,

bitcoin, anche grazie all'abbondanza di energia a basso costo).

¹² Le criptovalute, dunque, vanno tenute distinte anche dalla moneta elettronica, emessa dalle autorità centrali, strettamente ancorata alle valute fiat e che, a richiesta, deve poter essere convertita o rimborsata in valuta legale: *Avvertenza sull'uso delle c.d. “valute virtuali”*, 30 gennaio 2015, in www.bancaditalia.it; in argomento, si veda M. TOLA, *Valute virtuali tra sovranità monetaria e tutela costituzionale del risparmio*, in *Nuove leggi civ.*, 2021, 1381 s. e F. DI VIZIO, *Le cinte daziarie del diritto penale alla prova delle valute virtuali e degli internauti. Lo statuto delle valute virtuali: le discipline e i controlli*, in AA.VV. (a cura di F. Fimmano, G. Falcone), *Fintech*, Napoli, 2019, 301 s. Per la giurisprudenza, si veda Cass. civ., Sez. II, 2 dicembre 2011, n. 25837, in *Giust. civ.*, 2012, 1, 1, 29 ss., secondo cui “può essere qualificata moneta soltanto il mezzo di pagamento, universalmente accettato, che è espressione delle potestà pubblicistiche di emissione e di gestione del valore economico, in conformità agli obiettivi stabiliti dall'ordinamento nazionale e sovranazionale”.

¹³ M. PIERRO, *Contributo all'individuazione della nozione di crypto-asset e suoi riflessi nell'ordinamento tributario nazionale*, in *Rassegna Tributaria*, 2022, 574 ss., ivi 589; in particolare, si ritiene che esse possano essere qualificate come beni giuridici, ai quali sono considerati riconducibili tutte le entità materiali e immateriali, suscettibili di divenire oggetto di un diritto: *Id.*, *op. cit.*, 593; cfr. V. DE STASIO, *Le monete virtuali: natura giuridica e disciplina dei prestatori di servizi connessi*, in AA.VV. (a cura di M. Cian e C. Sandei), *Diritto del Fintech*, Milano, 2020, 225 e M. GIULIANO, *Le risorse digitali nel paradigma dell'art. 810 cod. civ. ai tempi della blockchain*. Parte seconda, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2021, 1456; S. CAPACCIOLI, *Criptovalute e bitcoin: un'analisi giuridica*, Milano, 2015, 118 ss.; M. MANCINI, *Valute virtuali e Bitcoin*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2015, 126; per la giurisprudenza, si veda Trib. Firenze 19 dicembre 2018, in *Contratti*, 2019, 661, con nota di D. FAUCCIA, *Il deposito e la restituzione di cripto-valute*; si veda Trib. Brescia 25 luglio 2018, che in tema di conferibilità delle cripto-valute, le identifica come “beni”, e App.

si è rivolta alle crypto-valute, per le quali si pone il già richiamato tema del rapporto fra queste iniziative e le autorità, quali gli Stati e le banche centrali. L'impatto delle crypto-attività, tuttavia, non si esprime solo sul versante dei pagamenti, ma riguarda anche il reperimento di risorse da parte delle imprese.

Anche in questi casi si pone il problema dei rapporti con le autorità e della tutela di chi entra in contatto con questi valori; la questione, però, assume una diversa complessità, posto che le crypto-attività, in questo caso, non si confrontano con un fenomeno sostanzialmente unitario e ben conosciuto come la moneta e i pagamenti, ma hanno come riferimento un articolato sistema,

Brescia 24 ottobre 2018, che le ritiene assimilabili alla moneta, in *Giur. Comm.*, 2020, II, 883, con nota di F. URBANI, *Il conferimento di crypto-attività al vaglio della giurisprudenza di merito*, e di R. BATTACLINI, *Nuove frontiere del conferimento in società a responsabilità limitata: il caso delle criptovalute*; in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, II, 736, con nota di M. NATALE, *Dal "cripto-conferimento" al "cripto-capitale"?* in punto di disciplina, per quanto riguarda in particolare le crypto-valute, non trattandosi di moneta avente corso legale nello Stato, si esclude che esse possano avere valore solutorio (art. 1277, comma 1, c.c.): una transazione conclusa con tali valute si basa esclusivamente sul consenso tra le parti. Inoltre, come prevede il successivo art. 1278 c.c., nel caso in cui la somma dovuta sia determinata in una moneta non avente corso legale nello Stato (come, appunto, nel caso in cui sia determinata in crypto-valute), permane per il debitore la facoltà di pagare in moneta legale, al corso del cambio nel giorno della scadenza e nel luogo stabilito per il pagamento. Inoltre, dal punto di vista pratico, occorre ricordare che le crypto-valute non possono essere detenute fisicamente dai titolari, ma devono essere custodite e movimentate tramite un conto personale, noto come portafoglio elettronico (*e-wallet* o *wallet*). All'art. 1, comma 2, lett. ff-bis, d.lgs. n. 231/2007 si trova la definizione giuridica di *e-wallet*, o prestatori di servizi di portafoglio digitale: si tratta di "ogni persona fisica o giuridica che fornisce, a terzi, a titolo professionale, anche online, servizi di salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto dei propri clienti, al fine di detenere, memorizzare e trasferire valute virtuali". Si veda M. PASSARETTA, *La nuova disciplina antiriciclaggio: tra sistemi di pagamento innovativi e nuove forme di finanziamento alle imprese*, in AA.VV. (a cura di F. Fimmano, G. Falcone), *Fintech*, Napoli, 2019, 467 ss.: il loro scambio avviene mediante l'uso di apposite piattaforme, che

offrono anche il servizio di conversione con le valute legali (*exchange*). All'art. 1, comma 2, lett. ff), d.lgs. n. 231/2007 si trova la definizione dei prestatori di servizi relativi all'utilizzo della valuta virtuale (c.d. *exchange*): l'*exchange* è "ogni persona fisica o giuridica che fornisce a terzi, a titolo professionale, anche online, servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale o in rappresentazioni digitali di valore, ivi comprese quelle convertibili in altre valute virtuali nonché i servizi di emissione, offerta, trasferimento e compensazione e ogni altro servizio funzionale all'acquisizione, alla negoziazione o all'intermediazione nello scambio delle medesime valute". Si veda A. CALONI, *Deposito di cryptoattività presso una piattaforma exchange: disciplina e attività riservate*, in *Giur. comm.*, 2020, 1073 e V. DE STASIO, *Prestazione di servizi di portafoglio digitale relativi alla valuta virtuale "Nanocoin" e qualificazione del rapporto tra prestatore e utente*, nota a Trib. Firenze 21 gennaio 2019, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, II, 399 ss. L'anonimato degli utilizzatori e dei possessori di portafogli è garantito dalla rete; C. PERNICE, *Criptovalute e bitcoin: stato dell'arte e questioni ancora aperte*, in AA.VV. (a cura di F. Fimmano, G. Falcone), *Fintech*, Napoli, 2019, 496 s. e le transazioni, una volta compiute, sono irreversibili. I prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale sono considerati operatori non finanziari soggetti alle disposizioni del decreto antiriciclaggio e ciò vale sia per i prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale, sia per i prestatori di servizi di portafoglio digitale (art. 3, comma 5, lett. i e i-bis, d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231). Una particolare attenzione, infine, è stata rivolta alle crypto-attività da parte del legislatore fiscale che, con la Legge di Bilancio 2023, ha disciplinato la tassazione dei proventi derivanti dalle stesse L. 29 dicembre 2022, n. 197.

grazie al quale le imprese accedono al mercato del capitale di rischio e ai finanziamenti e che si esprime nell'emissione di azioni, di obbligazioni ed altri strumenti finanziari. Le nuove tecnologie, infatti, aggiungono alle tradizionali fonti di finanziamento canali ulteriori e schemi innovativi, come ad esempio il collocamento al pubblico di *token* o *coin* (*Initial Coin Offering*, o *ICO*).

La complessità dei fenomeni sui quali impattano le nuove tecnologie impone un ripensamento della struttura finanziaria delle imprese, nell'ambito di un percorso normativo che le stesse tecnologie in parte accelerano, come avviene per la facilitazione nel collocamento delle partecipazioni di piccole e medie imprese, grazie come vedremo alla *DLT*, e in parte indirizzano, con l'introduzione di schemi del tutto innovativi.

Posto di fronte ad un fenomeno decisamente poliedrico, per la varietà e molteplicità dei possibili crypto-asset e i diversi possibili utilizzi concreti, il legislatore ha dato prova di un progressivo sforzo di lettura della realtà, ricostruibile a partire dalle successive modificazioni delle regole in materia di antiriciclaggio (art. 1, comma 2, lett. *qq*, d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231, modificato dal d.lgs. 25 maggio 2017, n. 90 e dal d.lgs. 4 ottobre 2019, n. 125, attuativo della V Direttiva UE Antiriciclaggio Dir. UE 2018/843). La normativa in questione, infatti, definisce la "valuta virtuale" come "la rappresentazione digitale di valore, non emessa né garantita da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale" ed è stata fatta oggetto delle appena richiamate successive modificazioni, in base alle quali risulta possibile l'utilizzo delle crypto-valute sia "come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi", sia "per finalità di investimento". In questo modo, il legislatore prende atto della comparsa, grazie alle nuove tecnologie, di nuove modalità e strumenti di investimento.

Tra gli schemi innovativi di cui possono avvalersi le imprese vi sono certamente le già richiamate *ICO*, in cui un progetto imprenditoriale è finanziato, ricorrendo alla *DLT*, mediante l'offerta al pubblico di *token*, che sono acquistati in cambio del versamento di crypto-valute¹⁴. Questi schemi si distinguono dalle tradizionali forme di reperimento di risorse per le imprese, come le *IPO*, in cui

¹⁴ La pratica conosce diverse varianti delle *ICO*, a seconda delle specifiche caratteristiche dell'operazione: ad esempio, vi sono le *Security Token Offering* (*STO*), in cui l'offerta ha ad oggetto token rappresentativi di azioni o titoli di debito: C. SANDEI, *L'offerta iniziale di crypto-attività*, Torino, 2022; R. PISELLI, *Le procedure atipiche di offerta di crypto-assets: tra trasparenza*

perduta e marginalizzazione dell'informazione societaria, in AA.VV. (a cura di A. Nuzzo), *Blockchain e autonomia privata. Fondamenti giuridici*, Roma, 2021, 446. A queste si aggiungono le *Initial Exchange Offering* (*IEO*), che si realizzano quando il promotore si avvale ai fini dell'emissione di una piattaforma di scambio di crypto-attività (*exchange*) che si occupa di gestire

è presente un intermediario istituzionale ¹⁵, in ragione della costante disintermediazione, resa possibile dall'utilizzo della DLT, che comporta il potenziale accesso ad un mercato globale, a costi tutto sommato contenuti ¹⁶ e con la sicurezza di esecuzione delle disposizioni derivante dall'automatizzazione garantita dagli *smart contract*.

Il reperimento dei fondi necessari per il progetto imprenditoriale avviene, dunque, mediante l'emissione ed il collocamento di valori digitali, i *token* o *coin* ¹⁷, che attribuiscono, a chi li possiede utilità o diritti di varia natura, di regola inerenti al progetto oggetto del finanziamento. I *token*, come si avrà modo di analizzare in seguito, possono rappresentare la titolarità di un'attività finanziaria (*security token*), oppure consentire di acquistare un determinato bene o servizio (*utility token*). Tramite questo genere di operazioni è possibile coinvolgere un numero elevato di sog-

l'intera procedura, con quindi la presenza di una sorta di intermediario, diverso da un istituto di credito o da un portale di *crowdfunding*. Lo schema che si avvale di *cripto-asset* per ottenere risorse dal pubblico può, infine, essere genericamente ricondotto al concetto di *Initial token offering* (ITO), che ricomprende ogni tipologia di procedura di offerta che abbia ad oggetto *cripto-attività*, con il ricorso ad una piattaforma di scambio: M. DE MARI, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offerings* (ITOs): *token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, in ODC, 2019, 267 ss.

¹⁵ Questa forma di disintermediazione, però, non è affatto assoluta. Non solo per gli IEO, in cui è presente un *exchange* come intermediario, ma anche per le ICO in generale, in cui pur mancando un intermediario o, comunque, un ente centrale, vi è uno *smart contract* che di fatto agisce come intermediario nel collocamento: R. PISELLI, *op. cit.*, 447, il quale individua una sorta di "intermediazione algoritmica" capace di evitare che quanto collocato circoli al di fuori delle regole previste dall'emittente, ma in grado di aumentare l'opacità dell'operazione.

¹⁶ Come evidenzia la dottrina (G. GITTI, *Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in Banca, borsa, tit. cred., 2020, I, 15), l'ICO si rivolge ad un pubblico potenzialmente indeterminato, può essere accompagnata da una serie di attività promozionali relative all'operazione che si desidera finanziare; cfr. G. GITTI, M. MAUCERI,

C. FERRARI, *Offerte iniziali e scambi di criptoattività*, in Osservatorio del diritto civile e commerciale, 2019, 99 s. e J. LEE, *Crypto-finance, Law and Regulation: governing an emerging ecosystem*, New York, 2022, 291 s. Per quanto riguarda i costi, le ICO esigono le spese per la creazione dell'infrastruttura DLT e lo sviluppo del protocollo (queste, però, ormai praticamente eliminate dalla creazione del protocollo standard ERC20 di *Ethereum*), e commissioni per l'ammissione al *crypto-exchange* (I. CHIU, *Decoupling Tokens From Trading: Reaching Beyond Investment Regulation for Regulatory Policy in Initial Coin Offerings*, in *Int'l. Bus. L. J.* 2018, reperibile in SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3156277>), oltre alle spese per la consulenza legale e tecnologica.

¹⁷ C. SANDEI, *L'offerta iniziale di criptoattività*, Torino, 2022, 2 ss.; G. SCOTTI, *Blockchain, Criptovalute e ICO: analisi tecnica e giuridica della più recente innovazione Fintech*, in *Cammino Diritto*, 8 febbraio 2020, disponibile al sito: <https://rivista.camminodiritto.it/>; F. MURINO, *Riflessioni sulle Initial Coin Offering (ICO) e sugli utility token*, in AA.VV. (a cura di F. Fimmanò, G. Falcone), *Fintech*, Napoli, 2019, 441 ss. Una distinzione fra *token* e *coin* è, invece reperibile in D. BOREIKO, G. FERRARINI, P. GIUDICI, *op. cit.*, 670 s., in cui si precisa che il termine "*coin*" è usualmente riferibile alle *cryptocurrencies*, mentre i *token* sono emessi "*as digital assets within a project and can be used as a method of payment inside the project's ecosystem, but in addition give holders the right to participate in the network*".

getti, ai quali normalmente è messo a disposizione un *white paper* ¹⁸.

In termini funzionali, l'ICO può essere considerata un'innovativa modalità di *crowdfunding*, caratterizzata dal collocamento di *token*, pagati mediante cripto-valute, emessi, collocati e in grado di circolare agevolmente grazie alla DLT. L'ICO, inoltre, ha ad oggetto il collocamento e lo scambio di *token* che, come si diceva, possono rappresentare i più svariati diritti. Si pensi, ad esempio, si diritti inerenti alla *governance* dell'iniziativa economica ed ai diritti relativi alla partecipazione ai guadagni, con la conseguente possibilità che il *token* possa, per certi aspetti, ricreare il concetto di partecipazione o una "porzione" della stessa. È, inoltre, possibile, tramite i *token*, realizzare un concreto coinvolgimento, almeno in termini di rappresentanza e di consultazione, in una logica di perseguimento di scopi ESG, di classi di *stakeholder* nelle scelte dell'impresa ¹⁹. In particolare, il ricorso all'infrastruttura DLT è in grado di aumentare la certezza dei flussi informativi rivolti agli *stakeholder*, evitando i rischi di violazione degli obblighi assunti verso i titolari dei diritti e, quindi, aumentando il coinvolgimento dei titolari medesimi ²⁰.

Accanto all'estrema variabilità dei diritti riconducibili ai *token*, l'ICO presenta la peculiarità di avvalersi di tecnologie — gli *smart contract* — in grado di assicurare il rispetto delle regole di collocamento e circolazione, evitando che quanto collocato circoli al di fuori delle regole previste dall'emittente, con l'effetto di garantire la massima trasparenza e tracciabilità per il raggiungimento degli obiettivi dell'operazione. I vantaggi di questi schemi

¹⁸ In mancanza di un'apposita disciplina, salvo naturalmente quanto si rileverà in seguito in merito al Regolamento (UE) MiCA e al *DLT Pilot Regime* (Reg. UE n. 2022/858 del 30 maggio 2022), si tratta un documento volontario e non regolamentato, non soggetto ad alcuna forma di vigilanza da parte di enti esterni.

¹⁹ G. SCHNEIDER, *La partecipazione alla società nei mercati tokenizzati tra prospettive di regolazione e di governance*, in *Riv. Dir. Banc.* 2022, 277 ss., la quale richiama il Considerando n. 14 SHRD II: "il maggiore coinvolgimento di tutti i portatori di interesse, in particolare dei dipendenti, nel governo societario è un fattore importante per garantire che le società quotate adottino un approccio più a lungo termine, che deve essere incoraggiato e preso in considerazione"; si veda altresì l'art. 1, Principio IV, Codice di *Corporate Governance*, ove si prevede l'attivazione di un dialogo con gli

stakeholders, nonché la Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937, 23 febbraio 2022, COM(2022): l'attribuzione di *token* di governance a terzi interessati potrebbe agevolare la raccolta di informazioni "sugli impatti negativi effettivi o potenziali anche mediante consultazioni con i gruppi potenzialmente interessati, fra cui i lavoratori e altri portatori di interessi".

²⁰ Poiché si tratta di *token* che realizzano innovative forme di partecipazione all'attività economica e imprenditoriale e attribuiscono al titolare unicamente il diritto di intervento o manifestazione di un parere su alcune materie o quesiti che la società deve sottoporre a soggetti terzi, in ottemperanza agli obblighi in materia ESG, il difetto di carattere finanziario fa sì che gli stessi siano soggetti ai regimi di emissione e circolazione sanciti dal MiCAR.

sono, dunque, numerosi: riduzione dei costi di transazione ²¹, rapidità e facilità di accesso per chi aderisce all'offerta. A ciò si aggiunge una decisa facilitazione per chi intende investire nelle attività delle imprese, che possono rivolgersi ad un'inedita platea di soggetti che possono facilmente "*go online and invest in entrepreneurs that they believe in*" ²².

3. LA REGOLAZIONE DELL'OFFERTA DI CRIPTO-ATTIVITÀ: UN SISTEMA IN VIA DI FORMAZIONE.

Il concreto imporsi degli schemi innovativi favoriti dalla DLT obbliga i regolatori a tenere conto dei molteplici vantaggi, in tema di efficienza e bassi costi, e contemporaneamente ad intervenire per normare fenomeni che, pur essendo dotati nel complesso di una narrazione eccellente ²³, che si nutre dell'attrattività e del sicuro impatto delle nuove tecnologie su ogni aspetto della nostra vita, presentano al loro interno realtà estremamente varie, solo alcune delle quali probabilmente destinate ad un duraturo successo.

Una risposta di sicuro rilievo è il Regolamento (UE) 2023/1114, o MiCAR (*Markets in Crypto-assets Regulation*) ²⁴, in cui sono stabiliti requisiti per l'offerta al pubblico e l'ammissione alla negoziazione su una piattaforma di negoziazione di cripto-attività secondo un duplice regime regolamentare, che riguarda sia le cripto-attività diverse dai *token* collegati ad attività e dai *token* di moneta elettronica (dunque, essenzialmente, gli *utility token*), sia i *token* collegati ad attività (*asset-referenced token*, ART) e i *token* di moneta elettronica (*e-money token* - EMT) ²⁵. Il MiCAR si applica agli emittenti, nonché ai fornitori di servizi, come le sedi di negoziazione e i portafogli in cui sono custodite le cripto-attività.

Il Regolamento MiCA non si occupa, però, delle cripto-attività assimilabili a strumenti finanziari (art. 2, comma 4, lett. a, MiCAR), per le quali trova, invece, applicazione, il Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio n. 2022/858 del 30 maggio

²¹ Cfr. P. MAUME, L. MAUTE, M. FROMBERGER, *op. cit.*, 181 ss.

²² Discorso in occasione della firma del Jobs Act, il 5 aprile 2012, da parte del Presidente Obama, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/2012/04/05/remarks-president-jobs-act-bill-signing>.

²³ Non si può negare l'attrattività e il sicuro impatto che le nuove tecnologie manifestano su ogni aspetto della nostra vita: cfr. P. KRUCMAN, *Technobabble, Libertarian Derp and Bitcoin*, in *The New York Times*, 20 maggio 2021.

²⁴ Pubblicato in GUCE il 9 giugno 2023. Il MiCAR si applica dal 30 dicembre 2024, salvo i Titoli III (*Token* collegati ad attività) e IV (*Token* di moneta elettronica), che si applicano dal 30 giugno 2024.

²⁵ Cfr. E. CALZOLAIO, *Bitcoin: le sfide dell'autoregolazione*, in *Osservatorio sulle fonti*, 3, 2021, 1364-1365, reperibile su www.osservatoriosullefonti.it e S. CASARRUBEA, *Il ruolo del white paper sulle offerte al pubblico di cripto-attività alla luce della proposta MiCA*, in *ODC*, 2022, 215 ss.

2022, relativo ad “un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito e che modifica i regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 e la direttiva 2014/65/UE”, il c.d. *DLT Pilot Regime*, direttamente applicabile negli Stati membri della UE a partire dal 23 marzo 2023 ²⁶.

Per ciò che concerne i *security token*, il legislatore europeo si mostra consapevole della necessità di promuovere l'innovazione dei mercati europei ²⁷, ma allo stesso tempo adotta un approccio prudente e graduale, mediante l'introduzione di una *regulatory sandbox* europea temporanea, dedicata a coloro che operano con le *DLT* per negoziare e regolare le operazioni sulle criptoattività ²⁸: la finalità del *DLT Pilot Regime* consiste nel rendere più agevole per le autorità l'individuazione degli ostacoli normativi all'operatività delle nuove tecnologie e, conseguentemente, l'elaborazione, in un secondo momento, di modifiche permanenti al quadro europeo attualmente vigente in tema di servizi finanziari ²⁹. Allo stesso tempo, l'intervento del Regolatore europeo consente di evitare arbitraggi normativi o, comunque, permette di evitare che l'ampio novero di competenze delegate alle autorità di

²⁶ Si veda P.R. AMENDOLA, P. ANNUNZIATA, A.C. CHISARI, *DLT-Based Trading Venues and EU Capital Markets Legislation: State of the Art and Perspectives under the DLT Pilot Regime*, Bocconi Legal Studies Research Paper, <https://ssrn.com/abstract=4344803>.

²⁷ Come si evince dal Considerando n. 4 *DLT Pilot Regime*; cfr. F. ANNUNZIATA, A. MINTO, *Il nuovo Regolamento UE in materia di Distributed Ledger Technology. Analisi del nuovo DLT Pilot Regime*, in *Diritto Bancario*, 13 luglio 2022, disponibile all'indirizzo <https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2022/07/2022-Annunziata-Minto-Il-nuovo-Regolamento-UE-in-materia-di-Distributed-Ledger-Technology-1.pdf>.

²⁸ L'obiettivo è quello di creare uno spazio monitorato in cui le autorità e le imprese possano comprendere opportunità e rischi delle innovazioni in una fase di sperimentazione e valutare la fattibilità di proposte innovative, sorta di laboratori normativi che consentono all'autorità di studiare i nuovi fenomeni economici; si veda V. ARAGONA, *La regolamentazione delle procedure atipiche d'offerta attraverso il principio di proporzionalità*, in AA.VV. (a cura di A. Nuzzo), *Blockchain e autonomia privata. Fondamenti giuridici*, Roma, 2021, 478. Il legislatore tramite l'art. 36 d.l. 34/2019, c.d. Decreto Crescita, ha introdotto una *regulatory sandbox* per la sperimentazione delle iniziative Fintech che perseguono l'in-

novazione tramite le nuove tecnologie di servizi e prodotti nei mercati finanziari, incaricando il MEF di emanare uno o più regolamenti volti a definire le modalità di svolgimento della sperimentazione; in argomento: A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il Testo Unico Finanziario alla prova del FinTech*, in *Il Testo Unico Finanziario. Prodotti ed intermediari*, a cura di M. Cera, G. Presti, Bologna, 2020, 49 ss.

²⁹ Si vedano, in particolare, i Considerando nn. 5 ss. *DLT Pilot Regime*, in cui si conferma come l'esperienza acquisita con il regime pilota dovrebbe contribuire a “individuare eventuali proposte pratiche per un quadro normativo idoneo al fine di apportare adeguamenti mirati alla normativa dell'Unione in materia di emissione, custodia e amministrazione delle attività, negoziazione e regolamento di strumenti finanziari *DLT*”, nonché le considerazioni espresse nel corso dell'Audizione della Consob (Commissario P. Ciocca) alla VI Commissione Finanze sul “Pacchetto Finanza Digitale”, 8 giugno 2021, 8 ss., reperibile in www.consob.it, in cui si giudica nel complesso apprezzabile la Proposta di regolamentazione il cui obiettivo principale è riconoscere alle infrastrutture di mercato *DLT* la possibilità di essere temporaneamente esentati da quei requisiti previsti dalla normativa attualmente vigente che avrebbero potuto ostacolare il ricorso alla *DLT*. Il Regolamento, infatti, esplicitamente dispone che

settore nazionali incrementi il divario tecnologico tra gli Stati membri ³⁰.

Grazie al *DLT Pilot Regime* viene introdotta a livello europeo la nuova categoria dei *DLT financial instrument*, emessi, registrati o trasferiti mediante la tecnologia a registro distribuito o *DLT* (si veda l'art. 2, comma 1, n. 11, *DLT Pilot Regime* per la nuova definizione di "strumento finanziario DLT" ³¹, e l'art. 18, par. 1, *DLT Pilot Regime* per le modifiche introdotte alla definizione di "strumento finanziario" contenute nella MiFID II) ³². Allo stesso tempo, si consente una temporanea esenzione da alcuni adempimenti richiesti dalla disciplina normalmente applicabile (Reg. UE 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 luglio 2014 c.d. CSDR, Dir. UE 2014/65/UE c.d. MiFID II, Reg. UE n. 600/2014 c.d. MiFIR), come previsto dagli artt. 4, 5 e 6, che contengono un elenco di esenzioni che le infrastrutture di mercato *DLT* possono richiedere e le condizioni per potervi accedere. Autorizzazioni ed esenzioni sono concesse, naturalmente su base temporanea, per un periodo di tempo limitato (massimo sei anni), a decorrere dalla data in cui è stata concessa l'autorizzazione e sono valide, in tutti gli Stati dell'Unione, solo per la durata del *DLT Pilot Regime*. L'accesso a questa disciplina è consentito previa autorizzazione delle autorità nazionali competenti ³³ ed è previsto che i gestori di infrastrutture *DLT* predispongano piani

l'Autorità europea preposta alla vigilanza (Esma) presenti alla Commissione europea, entro il 24 marzo 2026, una relazione riguardante tra l'altro gli eventuali rischi, vulnerabilità o inefficienze per la tutela degli investitori, l'integrità del mercato e la stabilità finanziaria derivanti dall'uso della tecnologia a registro distribuito, compresi i rischi giuridici e sistemici ed operativi che non sono stati sufficientemente affrontati dalla legislazione dell'Unione in materia di servizi finanziari.

³⁰ Il *DLT Pilot Regime* fa parte del pacchetto organico di riforme noto come "*Digital Finance Package*", adottato dalla Commissione Europea nel settembre del 2020, volto a sostenere ed incoraggiare la transizione digitale del mondo della finanza, garantendo allo stesso tempo la tutela degli investitori e la stabilità finanziaria del mercato unico europeo. In particolare, il Considerando n. 6 manifesta l'esigenza di preservare un livello elevato di tutela degli investitori, l'integrità del mercato, la stabilità finanziaria e trasparenza, nonché di evitare l'arbitraggio normativo ed eventuali scappatoie.

³¹ La definizione di strumento finanziario *DLT* contenuta nel *DLT Pilot Regime*

risulta particolarmente lasca, probabilmente intendendo tenere conto dell'eterogeneità delle crypto-attività e della continua evoluzione delle stesse. Si osserva come la definizione medesima si arresti al mero riferimento alla tecnologia utilizzata grazie alla quale lo strumento finanziario in questione è stato emesso o sarà in grado di circolare e di essere registrato.

³² Il *DLT Pilot Regime* interviene sulla definizione resa dall'art. 4, par. 1, punto 15, MiFID II, estendendo la definizione di strumento finanziario agli strumenti emessi mediante *blockchain*, includendo anche i *security tokens*.

³³ Si prevedono tre "infrastrutture di mercato *DLT*" ("*DLT MR*"): (i) un "sistema multilaterale di negoziazione *DLT*" ("*DLT MTF*"), gestito da imprese di investimento e banche o gestori di mercato regolamentato, a cui compete la gestione del mercato di negoziazione di strumenti finanziari *DLT*; (ii) un "sistema di regolamento titoli *DLT*" (o *DLT settlement system* "*DLT SS*"), gestito da un depositario centrale di titoli, che regola le operazioni in strumenti finanziari *DLT* contro pagamento; (iii) un "sistema che combina il trading ed il *post trading*" ("*DLT TSS*"), gestito da un *MTF DLT* o da un *DLT SS*.

aziendali chiari e dettagliati, che specifichino le modalità di utilizzo della *DLT* e le condizioni regolamentari applicabili (art. 7 *DLT Pilot Regime*).

Il *DLT Pilot Regime* risponde all'esigenza, già richiamata, di cercare un equilibrio tra consentire (o meglio, presidiare) l'innovazione e governare il rischio di esposizione degli investitori ad attività non tradizionali; a ciò si aggiunge l'incentivo verso una precisa presa di posizione ed adesione ad una specifica disciplina da parte degli emittenti, condizionata dall'oggetto dell'emissione, limitato alle sole azioni, alle obbligazioni (comprese altre forme di debito cartolarizzato, le ricevute di deposito in relazione a tali titoli, o strumenti del mercato monetario), nonché alle quote di organismi di investimento collettivo di cui all'art. 25, par. 4, lett. a, punto iv, MiFID II³⁴, con la previsione di specifiche soglie di valore di mercato aggregato, allo scopo di evitare rischi per la stabilità finanziaria (art. 3 *DLT Pilot Regime*)³⁵.

L'inclusione delle azioni e delle obbligazioni nell'ambito disciplinare degli strumenti finanziari *DLT* produce l'effetto immediato di consentire la negoziazione di questi titoli tramite le nuove tecnologie, ma allo stesso tempo introduce nuove regole e strumenti in grado di produrre conseguenze ancora non del tutto esplorate sulla struttura finanziaria delle società di capitali.

4. LA RISPOSTA ITALIANA AL *DLT PILOT REGIME*: il d.l. 17 marzo 2023, n. 25, convertito con modificazioni in l. 10 maggio 2023, n. 52.

Coerentemente con quanto previsto dall'art. 18 *DLT Pilot Regime* che, come si diceva, modifica la MiFID II mediante l'introduzione dello strumento finanziario in "forma digitale", l'art. 31 d.l. 17 marzo 2023, n. 25, convertito con modificazioni in l. 10 maggio 2023, n. 52, (Decreto FinTech), aggiorna la nozione di strumento finanziario contenuta nell'art. 1, comma 2, T.U.F., che ora include espressamente "gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito".

³⁴ Il *DLT Pilot Regime*, in una seconda fase, potrà definire la cornice normativa volta a consentire, a regime, l'emissione e la circolazione in forma digitale di tutti gli strumenti finanziari (cfr. MEF, Libro Verde su "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita", 2022, 38 s., disponibile in <https://www.dt.mef.gov.it>).

³⁵ Il Considerando n. 23 *DLT Pilot Regime*, infatti, chiarisce che "Al fine di consentire l'innovazione e la sperimentazione in un solido contesto normativo, preservando nel contempo la tutela degli investitori, l'integrità del mercato e la stabilità

finanziaria, i tipi di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o registrati in un'infrastruttura di mercato *DLT* dovrebbero essere limitati alle azioni, alle obbligazioni e alle quote di organismi di investimento collettivo che beneficiano dell'esenzione basata esclusivamente sull'esecuzione ai sensi della direttiva 2014/65/UE. Il presente regolamento dovrebbe fissare soglie che potrebbero essere ridotte in determinate situazioni. In particolare, per evitare rischi per la stabilità finanziaria, è opportuno limitare il valore di mercato aggregato degli strumenti finanziari *DLT* ammessi alla negoziazione o registrati in un'infrastruttura di mercato *DLT*".

Il Decreto FinTech introduce inoltre, come vedremo, una disciplina specifica in merito all'emissione, negoziazione e circolazione di alcuni strumenti finanziari, quali le azioni, le obbligazioni, i titoli di debito di s.r.l. ed altri titoli di debito, gli strumenti del mercato monetario regolati dal diritto italiano e le azioni o quote di organismi di investimento collettivo del risparmio italiani di cui all'articolo 1, comma 1, lettera 1, TUF (art. 2 Decreto FinTech), entro i limiti previsti dall'art. 3 del *DLT Pilot Regime*.

Su questi aspetti, e sulle conseguenze attuali e potenziali in merito alla struttura finanziaria delle imprese, sarà utile tornare nei prossimi paragrafi; una particolare attenzione va però anzitutto riservata alla nuova formulazione dell'art. 1, comma 2, T.U.F., con l'appena menzionato ingresso nel novero degli strumenti finanziari degli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito.

Questa novità suscita due ordini di considerazioni. In primo luogo, si consente, come vedremo, di collocare all'interno della classe tendenzialmente chiusa degli strumenti finanziari quelle crypto-attività che ne abbiano le caratteristiche, con l'applicazione della relativa disciplina; in secondo luogo, l'astratta inclusione di alcune crypto-attività nel novero degli strumenti finanziari non esime l'interprete dall'analisi del caso concreto, per individuare appunto quelle caratteristiche che consentano di includere la crypto-attività nel novero dei *security token* e non, ad esempio, in altre categorie, come gli *utility token*.

4.1. I “nuovi” strumenti finanziari DLT tra schemi innovativi ed esigenze definitorie.

Sotto il primo profilo, vale a dire l'inclusione nel novero degli strumenti finanziari, la novità di legge consente di superare il dibattito sorto in merito alla possibilità di attribuire alle crypto-attività la qualificazione giuridica di strumento finanziario o, piuttosto, come ritenuto dalla giurisprudenza di legittimità, di prodotto finanziario ³⁶.

Per vero, parte della dottrina già riteneva le crypto-attività riconducibili al novero degli strumenti finanziari, sulla scorta

³⁶ In argomento, la Suprema Corte è intervenuta anche di recente, nell'ambito di vicende per le quali è stato configurato il reato di abusivismo dell'attività finanziaria c.d. sollecitatorio previsto dall'art. 166, comma 1, lett. c., T.U.F., ritenendo che le crypto-attività dovessero essere qualificate, ricorrendone le condizioni, non come strumenti finanziari, ma quali prodotti finanziari: Cass. pen. 22 novembre 2022, n. 44378, in cui si riconosce nella vicenda l'impiego di

capitali da parte degli investitori e l'ottenimento in cambio di crypto-attività specifiche che avrebbero, in un secondo momento, permesso la partecipazione alla piattaforma e avrebbero dato agli investitori la possibilità di ottenere un guadagno dato dal maggior valore dei *token* in caso di successo della piattaforma; in questo senso: Cass. pen. 17 settembre 2020, n. 26807, in *Giur. comm.*, 2022, 928, con nota di F. CONSULICH, *Il diritto penale nell'età del crypto-oro. Gli*

dell'orientamento per cui il carattere tassativo dell'elenco degli strumenti finanziari, contenuto nella Sezione C dell'Allegato I, cui rinvia l'art. 1, comma 2, T.U.F., sarebbe ormai sostanzialmente superato a seguito del recepimento della MiFID II ³⁷: non solo, infatti, l'elencazione può subire un certo allargamento del perimetro degli strumenti finanziari, giusta quanto prevede l'art. 18, comma 5, lett. a), T.U.F., che attribuisce al Ministero dell'Economia e delle Finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob, il potere di "individuare, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività di investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale possono esercitare i nuovi servizi e attività" ³⁸, ma soprattutto le nozioni di azioni, obbligazioni, strumenti finanziari partecipativi, valori mobiliari, strumenti del mercato monetario e derivati sono così ampie e flessibili da garantire la massima apertura verso l'innovazione e l'atipicità del mercato finanziario ³⁹.

elementi normativi della fattispecie di abusivismo finanziario tra monete virtuali e investimenti reali. Per argomentazioni analoghe, si veda Trib. Verona 24 gennaio 2017, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, II, 467, con nota di M. PASSARETTA, *Bitcoin: il leading case italiano*. Si veda anche M. PASSARETTA, *Le valute virtuali in una prospettiva di diritto privato: tra strumenti di pagamento, forme alternative di investimento e titoli impropri*, in S. CAPACCIOLI (a cura di), *Criptoattività, criptovalute e bitcoin*, Milano, 2021, 108 s. Sotto questo profilo, nel delineare il perimetro dei prodotti finanziari, il legislatore è ricorso ad una indicazione talmente ampia, anzi quasi generica, da focalizzarsi principalmente sull'operazione (l'investimento) e sulla natura finanziaria della medesima: si tratta di attività in cui l'esborso del denaro è finalizzato, almeno in via prevalente, non al mero godimento di un bene o all'utilizzo di un servizio, bensì all'ottenimento di un profitto: A. POMELLI, *I confini della fattispecie "prodotto finanziario" nel Testo Unico della Finanza*, nota a Cass. civ. 17 aprile 2009, n. 9316, in *Giur. comm.*, 2010, II, 111 ss. *Contra*, G. BEFANI, *Contributo allo studio sulle criptovalute come oggetto di rapporti giuridici*, in *Il Diritto dell'Economia*, 2019, 381 ss. ove si prospetta una ricostruzione della vicenda in termini di "investimento di consumo" analogamente rispetto a quanto avvenuto in occasione del collocamento dei diamanti da investimento, per i quali Con-

sob, con la comunicazione DTC/13038246 del 6 maggio 2013, ha ritenuto che rientrasse nell'investimento di consumo anche "la spesa essenzialmente finalizzata al godimento del bene", cioè quella propriamente dedicata a "trasformare le proprie disponibilità in beni reali idonei a soddisfare in via diretta i bisogni non finanziari del risparmiatore", precisando altresì che, ancorché effettuata con l'intento speculativo, "l'eventuale provento percepito con la (proficua) rivendita del bene rappresenta solo una delle possibili modalità di godimento del bene stesso da parte del proprietario".

³⁷ G. GATTI, *op. cit.*, 29 ss.

³⁸ Con la conseguenza che, anche ad accogliere l'orientamento che valorizzi il carattere tassativo dell'elencazione, si deve riconoscere che l'ordinamento ammette la possibilità che siano creati strumenti atipici e che l'elenco medesimo possa subire ampliamenti; in argomento, rinvio a N. SALANITRO, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 6; F. CAPRICCIONE, *I "prodotti" di un sistema finanziario evoluto*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, 36.

³⁹ Cfr. G. GATTI, *op. cit.*, 30, il quale riporta fra gli esempi (nt. 59) la parte finale dell'art. 1, comma 1, lett. j, T.U.F., che include fra gli strumenti finanziari anche gli "altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure diversi da quelli indicati nelle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finan-

Come si diceva, l'astratta inclusione di alcune cripto-attività nel novero degli strumenti finanziari non esime l'interprete dall'analisi del caso concreto, per individuare le caratteristiche che consentano di includere la cripto-attività nel novero dei *security token*. Si pensi a "raccolte di fondi" da parte di piattaforme che promuovono e collocano, con tecniche di comunicazione a distanza, cripto-attività pubblicizzate come veri e propri strumenti di investimento, attività che è comunque soggetta a precisi adempimenti di legge (artt. 91 ss. T.U.F.), in violazione dei quali si perfeziona il reato di abusivismo dell'attività finanziaria c.d. sollecitatoria (art. 166, comma 1, lett. c, T.U.F.)⁴⁰. In un'operazione di questo genere, il collocamento di cripto-attività evidenzia la presenza degli elementi distintivi dell'investimento finanziario, in quanto i soggetti interessati all'investimento: i) erogano capitali (anche sotto la forma di cripto-valuta); ii) con l'aspettativa di ottenere un rendimento, variamente legato al momento dell'adesione e al successo del progetto relativo alla piattaforma; iii) assumono un rischio connesso al capitale investito⁴¹.

Dunque, se la cripto-attività non risulta utilizzata come mezzo di scambio, ma viene pubblicizzata come proposta di investimento, devono trovare applicazione le norme contenute negli artt. 91 ss. T.U.F., in tema di tutela degli investitori, con il conseguente innalzamento degli obblighi informativi verso gli investitori, rispetto al solo ricorso al *white paper*; ciò allo scopo di consentire al pubblico di conoscere i contenuti dell'operazione e di maturare una scelta negoziale meditata, così come avviene per le altre forme di investimento.

Questioni definitorie legate alle concrete circostanze delle operazioni si riscontrano anche in esperienze straniere, com'è avvenuto per la nota vicenda di *TheDao*, oggetto di un report della

ziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati o eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a richiami regolari dei margini". La possibile sovrapposizione tra strumenti finanziari e prodotti finanziari, conseguenza dell'elasticità della nozione di strumento finanziario è affrontata da questa dottrina sul piano della disciplina, individuando nei prodotti finanziari quegli strumenti che al momento della loro emissione non siano "in base ad una valutazione prospettica *ex ante*, condotta secondo un criterio di ragionevolezza, potenzialmente negoziabili sui mercati dei capitali e quindi sottoposti alla disciplina dei servizi di investi-

mento". In punto di disciplina, infatti, si può osservare che nella definizione di "servizi ed attività di investimento" di cui all'art. 1, comma 5, T.U.F. è espressamente previsto che tali servizi ed attività debbano avere ad oggetto strumenti finanziari (e non prodotti finanziari).

⁴⁰ Così la già citata Cass. pen. 22 novembre 2022, n. 44378.

⁴¹ Cass. pen. 22 novembre 2022, n. 44378, *cit.*; per argomentazioni analoghe, si veda Trib. Verona 24 gennaio 2017, *cit. cfr.* R. LENER, *Cripto-attività e criptovalute alla luce degli ultimi orientamenti comunitari*, in AA.VV. (a cura di M. Callegari, S. Cerato, E. Desana), *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, Torino, III, 2022, 2112.

U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) nel 2017⁴². *TheDAO* è stata un'innovativa “*Decentralized autonomous organization*” (DAO), creata sulla *blockchain Ethereum* (tramite *smart contract* collegati), dotata di un sito internet per fornire informazioni agli investitori e ai potenziali investitori, di un *white paper* e di talune convenzioni con *exchange* per consentire agli investitori lo scambio dei *token* acquisiti⁴³; tramite l'organizzazione si procedeva a realizzare gli investimenti proposti da un comitato e votati dai possessori di *DAO token*.

In concreto, e senza che ci si possa qui soffermare sullo spinoso tema della qualificazione giuridica dell'ente⁴⁴, l'operazione intrapresa tramite *TheDAO* può rispondere alle caratteristiche di una *ICO*, con la diffusione di un *whitepaper* in cui viene descritto il progetto e lo scambio di criptovaluta *Ether* con *DAO token*. Nel luglio 2017, la SEC ha qualificato l'operazione come finanziaria, con la conseguente sottoposizione della stessa alle disposizioni federali in tema di *securities*. L'accertamento è avvenuto ricorrendo ai parametri circa la natura finanziaria di un investimento elaborati in origine dalla giurisprudenza della Corte Suprema statunitense nel caso “*SEC v. W. J. Howey Co.*” del 1946 (c.d. *Howey Test*): l'offerta deve essere promossa in termini standardizzati ed uniformi e avere ad oggetto *token* qualificabili come “investimento di natura finanziaria”, ossia caratterizzati da: i) l'impiego di capitale; ii) un'aspettativa di rendimento di natura finanziaria; iii) l'assunzione di un rischio direttamente connesso all'impiego del capitale⁴⁵.

La rilevanza della concreta (e dinamica) funzione affidata alle cripto-attività ai fini dell'inclusione delle medesime nel novero dei *security token*⁴⁶ risulta confermata da Consob che, con le delibere n. 21853 e 21854 del 2021, in continuità con le delibere 20660

⁴² *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC), Report n. 81207 del 25 luglio 2017, in <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>, 11 ss.; cfr. le Linee Guida SEC del 3 aprile 2019. In argomento, si veda F. MATTASSOGLIO, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)*, in *Riv. dir. banc.*, aprile/giugno 2021, 414; M. TODD HENDERSON, M. RASKIN, *A regulatory classification of digital assets: toward an operational Howey Test for Cryptocurrencies, ICOs, and other digital assets*, in *Columbia Business Law Review*, 2019, 443.

⁴³ Il DAO è un'innovativa forma organizzativa il cui funzionamento e la cui governance sono basati su un codice informatico che va a sostituire l'interazione delle persone fisiche: la raccolta di capitali si

realizza mediante la consegna da parte degli investitori di cripto-valuta *Ethereum*, in cambio della quale sono consegnati *DAO token*. In argomento, si veda P. GIUDICI, *ICO e diritto dei mercati finanziari: la prima sentenza americana*, in *Soc.*, 2019, 1, 63.

⁴⁴ In argomento, rinvio tra gli altri a R. LENER, S. FURNARI, *Prime riflessioni su DAO e principi generali del diritto dell'impresa*, in *Riv. dir. priv.*, 2022, 3, 335; N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *Intelligenza artificiale e diritto delle imprese*, Bologna, 2021, 194-197.

⁴⁵ Si tratta dei principi ricavati dalla decisione della *U.S. Supreme Court SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946), reperibile in <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/>.

⁴⁶ Come ha avuto occasione di rilevare la nostra dottrina, in U.S.A. come in Italia le nozioni, rispettivamente, di *security* e di

e 20693 del 2018, impone l'obbligo della pubblicazione del prospetto all'offerta di *token*, quando ricorrano gli elementi costitutivi dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari di cui all'art. 1 comma 1, lett. f, T.U.F. In particolare, l'Autorità di vigilanza, nel qualificare le crypto-attività come prodotti finanziari, è ricorso agli appena richiamati parametri del c.d. *Howey Test*.

4.2. Gli strumenti finanziari DLT e le figure affini.

L'introduzione nel nostro ordinamento della nozione di strumento finanziario emesso mediante tecnologia a registro distribuito consente di dare una precisa qualificazione giuridica a quelle crypto-attività che presentino le caratteristiche di strumento finanziario, ma non aggiunge alcuna specifica indicazione che consenta di riconoscere in concreto la natura di *security token* nella crypto-attività di cui si tratti. Ciò può costituire un problema, specialmente in considerazione del fatto che gli schemi innovativi rivolti a reperire risorse sul mercato dei capitali e sui mercati finanziari sono in continua evoluzione e possono, come vedremo, verificarsi situazioni caratterizzate da una sostanziale ambiguità, specialmente nel caso in cui siano emessi *token* che attribuiscono il diritto a fruire di determinate prestazioni o servizi messi a disposizione da parte di una piattaforma (*utility token*), ma l'operazione nel suo complesso riveli una reale connotazione finanziaria, rappresentata da una comunicazione al pubblico e da una concreta realizzazione in grado di alimentare un'oggettiva aspettativa di un incremento, potenzialmente esponenziale, del valore delle prestazioni e dei servizi attesi, con la conseguente aspettativa di un reddito derivante dall'operatività altrui.

Si può, a questo proposito, richiamare una tradizionale tassonomia delle crypto-attività, che distingue tra *security token*, *utility token* e *payment token*⁴⁷. La distinzione tra *payment token* e *security token* non dovrebbe creare particolari difficoltà. Già la

prodotto finanziario risultano particolarmente ampie, dato il ricorso, da un lato, all'*Howey Test* e, dall'altro, all'ampia definizione di prodotto finanziario contenuta nell'art. 1, comma 1, lett. u, T.U.F.; cfr. F. ANNUNZIATA, *Speak, if you can: What are you? An Alternative approach to the qualification of tokens and initial coin offerings*, in *European Company and Financial Law Review*, 2020, 40 ss.

⁴⁷ Tra le prime autorità ad elaborare una tassonomia di questo genere troviamo l'Autorità di vigilanza sul mercato finanziario svizzero, la FINMA (*Financial Service Market Supervisory Authority*), che ha provveduto a questo inquadramento nella *Prac-*

tical Guide for the treatment of requests concerning subsection with reference to Initial Coin Offering, pubblicata il 16 febbraio 2018: <https://www.finma.ch/it/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>. Come si osserva in seguito nel testo, il MiCAR elabora una tassonomia delle crypto-attività parzialmente differente, individuando tre principali categorie di *crypto-asset*: gli "*asset-referenced tokens*" (ART), gli "*e-money tokens*" (EMT), nonché gli "*other crypto-assets*", categoria residuale della quale fanno parte, sia pure non esaustivamente, anche gli "*utility tokens*". Per una completa e documentata disamina e ricostruzione della natura delle crypto-attività, rinvio a M.

legge conferma, in termini generali, che gli “strumenti di pagamento” vanno esclusi dal novero degli strumenti finanziari (art. 1, comma 2, T.U.F.)⁴⁸. A ciò si aggiunge, in concreto, che quando manchi l’elemento dell’investimento e le crypto-valute siano utilizzate nell’ambito di un’operazione non speculativa, unicamente funzionale alla liberazione del compratore dall’obbligazione derivante dall’acquisto di un bene o di un servizio, le crypto-valute medesime sono certamente utilizzate come un valore — bene oggetto di scambio sul mercato. Esse non sono oggetto di investimento di valore in vista dell’ottenimento di un reddito futuro, ma svolgono solo una funzione di consumo.

Per quanto riguarda gli *utility token*, la definizione può essere rinvenuta dal documento ESMA del 2019, *Advice on Initial Coin Offerings and Crypto — Assets*⁴⁹: si tratta di *token* volti a conferire al loro detentore il diritto di acquistare, consumare o utilizzare beni e servizi prodotti dalla stessa piattaforma di emissione o dal suo “ecosistema”⁵⁰. Il MiCAR, all’art. 3, comma 1, n. 9, definisce gli *utility token* come “un tipo di crypto-attività destinato unicamente a fornire l’accesso a un bene o a un servizio prestato dal suo emittente”. Ciò consente di distinguere abbastanza agevolmente gli *utility token* dai *token* di pagamento, in quanto i *payment token* risultano invece funzionali al pagamento di beni o servizi “esterni”.

Gli *utility token* sono oggetto di regolazione da parte del già richiamato MiCAR, che invece, come si diceva, non si applica alle crypto-attività che rientrano nella definizione di strumento finanziario (art. 2, comma 4, lett a, MiCAR)⁵¹. La ragione di questa contrapposizione in punto di disciplina applicabile risulta ricon-

PIERRO, *op. cit.*, 589 ss. e P. HACKER, C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *European Company and Financial Law Review*, 2018, 645 ss.

⁴⁸ L’assenza dell’elemento costituito dall’investimento, d’altra parte, esclude pure che i mezzi di pagamento siano annoverabili nella più ampia categoria dei prodotti finanziari, dato appunto che non costituiscono una (altra) forma di investimento finanziario (dell’art. 1, comma 1, lett. u, T.U.F.).

⁴⁹ ESMA, *Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 9 gennaio 2019, che fa seguito al più generale precedente intervento dal titolo *The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets* del febbraio 2017, reperibile in <https://www.esma.europa.eu/document/advice-initial-coin-offerings-and-crypto-assets>; si veda a questo proposito, F. ANNUNZIATA, *Distributed Ledger Technology e mercato fi-*

nanziario: le prime posizioni dell’ESMA, in M.T. PARACAMPO, (a cura di), *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, II ed., 2019, 229 ss.

⁵⁰ Come si può leggere nel già citato *Advice* di ESMA, l’*utility-type crypto-asset* è “a type of crypto-asset that provides some ‘utility’ function other than as a means of payment or exchange for external goods or services”: ESMA, *Advice*, cit., 43. In particolare, l’art. 3, comma 5 MiCAR definisce gli *utility token* alla stregua di “type of crypto asset which is only intended to provide access to a good or a service supplied by the issuer of that token”.

⁵¹ Cfr. R. PISELLI, *Le procedure atipiche di offerta di crypto-assets: tra trasparenza perduta e marginalizzazione dell’informazione societaria*, in AA.VV. (a cura di A. Nuzzo), *Blockchain e autonomia privata. Fondamenti giuridici*, Roma, 2021, 462.

ducibile al grado di rischio che caratterizza le crypto-attività coinvolte: le operazioni che coinvolgono gli *utility token*, diversamente da quelle relative ai *security token*, sono funzionali solo allo scambio con beni e servizi e non presentano un rilevante collegamento con i mercati finanziari ⁵². In particolare, gli *utility token* possono essere ricostruiti in termini di compravendita di bene futuro ⁵³, così rimanendo nell'alveo della funzione generale di scambio volto alla soddisfazione del solo interesse al reperimento di beni o servizi (futuri).

Ciononostante, in concreto la distinzione fra *security token* ed *utility token* non è, come si diceva, sempre agevole. L'operazione che formalmente venga qualificata come *ICO* di *utility token* può rivelare caratteristiche affatto diverse rispetto alla mera allocazione di beni o servizi futuri provenienti dall'"ecosistema" della piattaforma di emissione, per rivelarsi invece come una forma di finanziamento di un progetto imprenditoriale, con l'aspettativa di una remunerazione derivante dall'altrui attività e, dunque, presentare le caratteristiche dei *security token*.

Sotto questo profilo risulta condivisibile l'orientamento di quella parte della dottrina che ritiene i *token* sottoponibili alla regolazione dei mercati finanziari sulla base di un'analisi caso per caso che tenga conto della struttura economica dell'operazione ⁵⁴. In questo contesto, per quanto il rapporto sottostante possa formalmente essere ricostruito come un rapporto di compravendita di

⁵² Come si può leggere nel già citato *Advice* di ESMA, 40: "EU policymakers could consider the opportunity to set up a bespoke regime for those crypto assets that do not qualify as financial instruments. Such a bespoke regime, which would require Level I measures, would allow tailoring the rules to the specific risks and issues posed by those crypto assets that do not qualify as financial instruments or electronic money. It may also provide for different requirements depending on the features of these crypto-assets, as some may be further away from traditional financial instruments than others and therefore not raise the same risks and issues, e.g., 'pure' utility-type crypto-assets, which appear to have little relation to financial markets and can only be redeemed for certain goods or services (e.g. nontradable vouchers) and certain payment-type crypto-assets". La più attenta dottrina, D. BOREIKO, G. FERRARINI, P. GIUDICI, *op. cit.*, 672, inoltre, osserva che "if the eco-system is large, the utility tokens resemble a currency, because the user can get access to many different types of services that require payments in the system's tokens", con l'effetto che la vera differenza tra *utility token* e *currency token* dipende

dalle dimensioni del *crypto-environment* in cui il *token* può essere speso.

⁵³ P. CARRIÈRE, N. DE LUCA, M. DE MARI, G. GASPARRI, T.N. POLI, *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*, in *Quaderni giuridici Consob*, 1, 2023, 58 ss.

⁵⁴ Cfr. P. HACKER, C. THOMALE, *Crypto-securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *European Company and Financial Law Review*, 15, 2018, 645 ss., v. 681 ss.; C. SANDEI, *Le Initial Coin Offering nel prisma dell'ordinamento finanziario*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, 2, 409. A conferma della validità di un approccio di carattere sostanzialistico si pongono le recenti considerazioni del Regolatore europeo nell'ambito del *Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on markets in crypto-assets and amending Directive (EU) 2019/1937* del 17 marzo 2022, reperibile su https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2022-0052_EN.html: in particolare, si veda l'art. 2, par. 2 a, in cui si osserva che le crypto-attività che hanno le medesime caratteristiche degli strumenti finanziari devono essere trattate come questi ultimi, indipendentemente dagli aspetti formali. Si osserva, in particolare,

beni o servizi futuri (*utility token*), occorre accertare se sono previsti la realizzazione di un profitto di carattere finanziario ed un grado di rischio paragonabili a quelli degli strumenti finanziari, in modo tale da richiedere un approccio di regolamentazione comparabile a quello degli strumenti finanziari ⁵⁵; in tale prospettiva, nella misura in cui i prodotti, i servizi o le piattaforme messe a disposizione dei titolari dei *token* debbano ancora essere significativamente sviluppati, oppure i servizi devono essere prestati in un futuro non prossimo, l'operazione nel suo complesso ha maggiori probabilità di rivelarsi come uno strumento di finanziamento per l'impresa emittente.

5. LA REGOLAZIONE DELLA *DLT* tra libertà e limiti.

Come si osservava in precedenza, mentre il Decreto FinTech allarga il novero degli strumenti finanziari agli "strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito" (art. 31, che modifica l'art. 1, comma 2, T.U.F.), si prevede, al contempo una specifica disciplina per un numero tendenzialmente chiuso di strumenti finanziari: gli "strumenti finanziari digitali". L'elenco include le azioni, le obbligazioni, i titoli di debito di s.r.l., ulteriori titoli di debito la cui emissione è consentita ai sensi dell'ordinamento italiano, i titoli di debito regolati dal diritto italiano emessi da emittenti diversi dagli emittenti italiani, le ricevute di deposito relative ad obbligazioni e ad altri titoli di debito di emittenti non domiciliati emessi da emittenti italiani, gli strumenti del mercato monetario regolati dal diritto italiano, nonché le azioni o quote di organismi di investimento collettivo del risparmio italiani di cui all'articolo 1, comma 1, lettera l, T.U.F.

Dunque, in un contesto in continuo mutamento come quello dell'emissione di *token* da parte delle imprese, i quali possono attribuire ai titolari svariati diritti, elaborati secondo le concrete circostanze da una prassi che, in virtù dei nuovi strumenti a disposizione, dimostra grande creatività, la scelta del legislatore europeo e domestico si concentra proprio sulla regolazione di strumenti noti e sperimentati. Gli emittenti possono ricorrere, alle condizioni indicate dal Decreto FinTech, ad un nuovo regime di emissione e circolazione in forma digitale, che si aggiunge a quelli

che allo stesso tempo, si affida ad ESMA il compito di curare la creazione di standard tecnici, precisando i criteri e le condizioni per stabilire quando una cripto-attività debba essere considerata sostanzialmente equivalente a uno strumento finanziario.

⁵⁵ Si veda il *Considerando* n. 8 della

MiFID II, in cui si afferma che è "opportuno includere nell'elenco degli strumenti finanziari i derivati su merci e altri derivati costituiti e negoziati in modo tale da richiedere un approccio di regolamentazione comparabile a quello degli strumenti finanziari tradizionali".

già esistenti, vale a dire il sistema cartolare e quello di gestione accentrata o dematerializzata ⁵⁶.

Il Decreto FinTech delinea, al contempo, sia nuovi spazi di libertà, sia limiti: la possibilità di ricorrere alla **DLT**, con i suoi numerosi vantaggi, si accompagna a regole che, pur nella decentralizzazione delle funzioni di controllo e garanzia, restituiscono rilevanza al potere dell'autorità nella regolazione del mercato.

Gli spazi di libertà sono, naturalmente, giustificati dall'accesso ad un sistema che consente l'esecuzione pressoché immediata delle transazioni ⁵⁷: la transazione avviene nel momento corrispondente al trasferimento dell'informazione da un indirizzo ad un altro, senza necessità di alcun atto successivo ad opera delle parti. La tecnologia supporta la irreversibilità delle transazioni ⁵⁸ e dà certezza del trasferimento, in quanto ad ogni singolo blocco viene posto un sigillo temporale che garantisce l'unicità dell'operazione. Allo stesso tempo, si annulla la spazialità e la materialità della transazione ⁵⁹, superando agevolmente i confini degli Stati. Nei rapporti societari, inoltre, i soci possono esercitare i propri diritti senza alcuna intermediazione e, quindi, in modo più immediato e meno costoso.

Le principali caratteristiche della **DLT** sono indicate nell'art. 4 Decreto FinTech ⁶⁰ e, in parte, ricalcano quanto previsto dal già richiamato art. 8-ter d.l. 14 dicembre 2018, n. 135 (Decreto Semplificazioni, conv. con modificazioni dalla l. 11 febbraio 2019, n. 12) ⁶¹. A queste tecnologie il comma 3 del medesimo art. 8-ter riconduce gli effetti giuridici e l'ammissibilità come prova in

⁵⁶ Ciò risulta in linea con il Considerando n. 7 del *DLT Pilot Regime*, in cui si precisa che "Lo status di infrastruttura di mercato **DLT** dovrebbe essere facoltativo e non dovrebbe impedire alle infrastrutture dei mercati finanziari, quali sedi di negoziazione, depositari centrali di titoli (CSD) e controparti centrali (CCP), di sviluppare servizi e attività di negoziazione e post-negoziazione per le crypto-attività che rientrano nella definizione di strumenti finanziari, o sono basate sulla tecnologia a registro distribuito, ai sensi della vigente legislazione dell'Unione in materia di servizi finanziari".

⁵⁷ Cfr. P.P. PIRANI, *Gli strumenti della finanza disintermediata: Initial Coin Offering e blockchain*, in *AGE*, 2019, I, 327.

⁵⁸ Si ritiene che la **DLT** renda improbabile un'alterazione dei registri: cfr. L. D'ACOSTINO, R. PISELLI, *La definizione di tecnologia a registro distribuito e di smart contract nella legge di conversione del decreto semplificazioni. Un primo commento critico*, in AA.VV. (a cura di A. Nuzzo),

Blockchain e autonomia privata. Fondamenti giuridici, Roma, 2021, 17 ss.

⁵⁹ R. PISELLI, *Autonomia negoziale, potere e blockchain. La rivoluzione del contratto*, in AA.VV. (a cura di A. Nuzzo), *Blockchain e autonomia privata. Fondamenti giuridici*, Roma, 2021, 32 ss.

⁶⁰ Le tecnologie basate su registri distribuiti sono "le tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetture decentralizzate su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l'aggiornamento e l'archiviazione di dati sia in chiaro che ulteriormente protetti da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili".

⁶¹ In argomento, rinvio a L. D'ACOSTINO, R. PISELLI, *La definizione di tecnologia a registro distribuito e di smart contract nella legge di conversione del decreto semplificazioni. Un primo commento critico*, in AA.VV. (a cura di A. Nuzzo), *Blockchain e*

procedimenti giudiziali, come previsto dall'art. 41 Regolamento (UE) n. 910/2014.

Alcune delle caratteristiche previste all'art. 4, comma 1, lett. *a*, Decreto FinTech, rispondono alle qualità proprie con cui la *DLT* si è fatta conoscere: si pensi all'integrità, autenticità, non ripudiabilità, non duplicabilità e validità delle scritturazioni attestanti la titolarità e il trasferimento degli strumenti finanziari digitali (e i relativi vincoli, da costituire unicamente mediante scritturazione nel registro, ai sensi dell'art. 9 Decreto FinTech). In sostanza, però, la definizione di *DLT*, come quella contenuta nell'art. 2, numero 1, n. 1, *DLT Pilot Regime*, che qualifica la *DLT* come una "classe di tecnologie che supportano la registrazione distribuita di dati cifrati", risulta particolarmente ampia e capace di includere diverse soluzioni tecniche, destinate a costituire sedi di negoziazione alternative a quelle caratterizzate dalla presenza di un sistema centralizzato di scambio degli strumenti finanziari. Come si diceva, il Decreto FinTech delinea, al contempo, sia nuovi spazi di libertà, sia limiti. I limiti sono volti ad introdurre regole e riferimenti nel mercato. Nel complesso, la disciplina mira ad evitare forme di opacità e una decentralizzazione assoluta, per assicurare trasparenza e provvedere sostanzialmente ad individuare un "punto di riferimento", pur in un contesto di sistematica decentralizzazione. La tecnologia, infatti, deve essere in grado di consentire in qualsiasi momento, direttamente o indirettamente, l'identificazione dei 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 (art. 4, comma 1, lett. *b*, Decreto FinTech); inoltre, i registri devono garantire l'accessibilità da parte della Consob e della Banca d'Italia, per l'esercizio delle rispettive funzioni (art. 4, comma 1, lett. *e*, Decreto FinTech)⁶². È prevista, inoltre, una riserva di attività per la tenuta dei registri: l'art. 3 Decreto FinTech prevede che il registro sia tenuto "da un responsabile del registro, dal gestore di un *SS DLT* o *TSS DLT*, dalla Banca d'Italia o dal Ministero dell'economia e delle finanze o dagli ulteriori soggetti eventualmente individuati con il regolamento adottato ai sensi dell'articolo 28, comma 2, lettera *i*". Dal punto di vista tecnologico, ciò significa che i nodi cui fa riferimento la rete non sono completamente liberi, ma esistono soggetti, sempre all'interno della rete, ai quali è riservata l'atti-

autonomia privata. *Fondamenti giuridici*, Roma, 2021, 15 ss.

⁶² A questo proposito, l'art. 17 Decreto FinTech stabilisce che "Salvo quanto diversamente previsto da ulteriori disposizioni di legge, i mezzi di accesso agli strumenti finanziari digitali, anche in forma di

chiavi crittografiche private, possono essere controllati esclusivamente dal titolare dello strumento finanziario digitale, oppure dal responsabile del registro, dal gestore dell'infrastruttura di mercato *DLT*, dalle banche e dalle imprese di investimento per conto del titolare dello strumento finanziario digitale.

vità di “tenuta del registro”. Si prevede, inoltre, una disciplina differenziata per i c.d. gestori di diritto (banche e intermediari finanziari già autorizzati ai relativi servizi di investimento e soggetti all’ordinario regime di autorizzazione e vigilanza), e i c.d. gestori autorizzati, che potranno assumere la qualifica di responsabili dei registri distribuiti, con l’effetto di arricchire il numero di soggetti e le tipologie di servizi dedicati alla circolazione della ricchezza.

6. LA CIRCOLAZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI DIGITALI E LE ALTRE MODALITÀ DI CIRCOLAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI SOCIALI.

È utile, a questo punto, fare un primo confronto tra la circolazione tramite *DLT*, che coinvolge anche le società non quotate, ed altre forme di circolazione della ricchezza, ponendo particolare attenzione al collocamento e alla circolazione delle partecipazioni sociali.

La legge ha, in vari contesti, agevolato il collocamento e la circolazione delle partecipazioni, com’è avvenuto rispettivamente per il *crowdfunding* e la dematerializzazione dei titoli azionari⁶³. Come si è in precedenza avuto occasione di osservare, il *crowdfunding* è accostabile, in termini funzionali, alle *ICO*: si ha una semplificazione delle condizioni di accesso al mercato (anche) del capitale di rischio e un ampliamento del novero delle società che possono farvi concretamente ricorso. Analoghe considerazioni possono essere direttamente riferite alla concreta semplificazione nel collocamento e nella circolazione delle partecipazioni qualificabili come strumento finanziario digitale apportata dalla *DLT*, che appunto rivela, sotto questo profilo, una continuità funzionale con il *crowdfunding*. La stretta connessione tra i due fenomeni porta a ritenere che le norme sul *crowdfunding*, di recente oggetto di modifica da parte del d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, in attuazione del Regolamento (UE) 2020/1503, “relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese”, possono trovare applicazione anche con riferimento all’emissione e al collocamento di strumenti finanziari digitali, specialmente per ciò che concerne il versante della tutela del soggetto al quale sono rivolti i servizi⁶⁴.

⁶³ Questi ultimi, naturalmente, si pongono su piani assai diversi tra loro, dato che il primo, il *crowdfunding*, rappresenta un canale di accesso al mercato del capitale di rischio, previsto dall’art. 100-ter T.U.F.; mentre il secondo, la dematerializzazione, consiste in un sistema che permette di superare le tradizionali forme di circolazione

documentali delle azioni, mediante la circolazione fondata su registrazioni contabili.

⁶⁴ Si pensi, ad esempio, alle regole in materia di trasparenza, ivi inclusi gli obblighi informativi nella prestazione dei servizi di *crowdfunding*, nonché all’applicazione del regolamento Consob previsto dall’art. 4-sexies.1, comma 9, T.U.F.

Tra la *DLT* e la dematerializzazione delle partecipazioni corre un profondo divario, in quanto la dematerializzazione esige ineluttabilmente il ricorso a specifici intermediari. Ciononostante, sul piano della facilitazione e fluidificazione della circolazione delle partecipazioni, la *DLT* presenta molti punti in comune con la dematerializzazione, compreso il già richiamato coinvolgimento delle società non quotate. La stretta correlazione fra la dematerializzazione e il ricorso alla *DLT* è testimoniata dallo stesso Decreto FinTech, che all'art. 3, comma 2, limita l'estensione degli obblighi di gestione accentrata nel nostro ordinamento, prevedendo che « gli strumenti finanziari digitali emessi ai sensi del presente decreto non sono soggetti all'applicazione degli obblighi di cui alle disposizioni attuative dell'articolo 83-bis, comma 2, del TUF »; quest'ultimo fa a sua volta rinvio al regolamento di cui all'art. 82, comma 2, T.U.F., che può prevedere che siano assoggettati alla disciplina della dematerializzazione anche strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione o negoziati in una sede di negoziazione italiana o di altro Paese dell'Unione europea. Questa scelta comporta il superamento degli obblighi di dematerializzazione presso un depositario centrale previsti dal Provvedimento Unico sul *Post-trading* della Consob e della Banca d'Italia, adottato in attuazione dell'articolo 83-bis, comma 2, del TUF ⁶⁵. In particolare, la deroga fa sì che le società aventi titoli quotati non siano obbligate ad accentrare anche gli strumenti non quotati che emettono, potendo in questo modo procedere ad emettere strumenti digitali e, quindi, ricorrere anche alla *DLT*.

A ciò si aggiunge la possibilità, prevista dall'art. 11 Decreto FinTech, che la scritturazione nei *DLT* sia effettuata in favore di una banca o di un'impresa di investimento che agisce in nome proprio e per conto dei clienti: la legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti consegue alla registrazione sul conto aperto dal cliente presso l'intermediario e i vincoli sugli strumenti finanziari digitali si costituiscono esclusivamente con le registrazioni nel relativo conto. In questi casi si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni di cui agli artt. 83-quater, comma 3, e da 83-quinquies a 83-decies T.U.F., con la conseguente combinazione, anche in punto di disciplina, tra la *DLT* e la dematerializzazione ⁶⁶.

⁶⁵ Disciplina delle controparti centrali, dei depositari centrali e dell'attività di gestione accentrata ("Provvedimento unico sul *post-trading* della Consob e della Banca d'Italia del 13 agosto 2018 modificato con provvedimento della Consob e della Banca d'Italia del 10 ottobre 2022).

⁶⁶ Cfr. U. MALVAGNA, *Digital securities: prime note sul decreto di attuazione del DLT Pilot Diritto Bancario*, in *Diritto bancario*, 2023, reperibile in <https://www.diritto bancario.it/art/digital-securities-prime-note-sul-decreto-di-attuazione-del-dlt-pilot/>.

7. GLI EFFETTI DELL'APPLICAZIONE DELLA TECNOLOGIA *DLT* sulla partecipazione sociale.

La rappresentazione dell'azione in forma cartacea, dematerializzata, o tramite scritturazione nel registro, secondo quanto previsto nel Decreto FinTech, non modifica la natura del titolo azionario, la cui disciplina di riferimento non cambia. Ciò comporta, salvo future specifiche previsioni, l'applicazione dell'art. 2347 c.c., in cui si sancisce l'indivisibilità delle azioni, anche se sussiste la possibilità tecnica di frazionare la partecipazione azionaria. Analogamente, lo strumento finanziario digitale azionario si avvale del sistema di flussi informativi già previsti dagli artt. 2354 e 2355-bis c.c. per le azioni ⁶⁷, senza che il Decreto FinTech si sia premurato di intensificare la trasparenza (si pensi alla pubblicazione di informazioni riferibili a singoli affari, oppure alle politiche *ESG* e alla loro efficacia) o la celerità nella circolazione delle informazioni nel più agevole contesto delle nuove tecnologie.

La stabilità dei connotati del titolo azionario, a prescindere dal ricorso alla *DLT*, porta a ritenere che la conversione in strumenti finanziari digitali, a condizione che lo statuto e i termini e le condizioni di emissione lo consentano, possa essere deliberata ai sensi dell'art. 15, comma 2, Decreto FinTech dal consiglio di amministrazione, in quanto prevale, a fronte del mantenimento delle essenziali caratteristiche del titolo, l'interesse della società all'utilizzo di tecnologie che consentono una più facile circolazione dei titoli sul mercato ⁶⁸.

Ciò che il ricorso alla *DLT* cambia profondamente è la capacità operativa dei soci. Se si analizzano, infatti, le possibili ricadute sulla partecipazione sociale, si deve prendere atto che la mancanza di intermediazione nella negoziazione delle partecipazioni rende il sistema sensibilmente meno costoso, e quindi in grado di attrarre con maggiore efficacia i piccoli investitori in capitale di rischio; al tempo stesso, esso consente frequenti trasferimenti delle partecipazioni. In tal modo, i bassi costi e l'accessibilità della *DLT* consentono ad imprese non grandi di accedere a nuovi mercati, dai quali erano tradizionalmente escluse.

⁶⁷ Si veda l'art. 12 Decreto FinTech, anche per le informazioni relative alle obbligazioni e ai titoli di debito di s.r.l.

⁶⁸ Si può ritenere, sempre partendo dal presupposto che le caratteristiche del titolo azionario non mutino a fronte del ricorso alla *DLT*, che la delibera che vada nella direzione di adottare questi sistemi non travolga le prerogative dei soci e nemmeno possa far sorgere diritti di *exit*, come invece avviene giusta la previsione contenuta nell'art. 2437, primo comma, lett. g,

c.c. nel diverso caso in cui le decisioni che comportano una modificazione dello statuto riguardino i diritti di voto o di partecipazione. Per il caso in cui debba essere modificato il registro o il regime di forma e circolazione, il Decreto FinTech impone agli emittenti di prevedere una "strategia di transizione", che riguardi appunto il trasferimento delle scritturazioni verso un diverso registro o il mutamento del regime di forma e circolazione.

Per ciò che concerne l'esercizio dei diritti degli azionisti, la disintermediazione rende più accessibile e diretta la relazione fra gli stessi azionisti e la società, riducendo sensibilmente i costi per la partecipazione alle assemblee e per la prova della legittimazione all'esercizio dei diritti amministrativi. Le scritturazioni nel registro hanno la funzione di identificare il socio in assemblea, agevolando l'accesso ai diritti amministrativi rispetto agli adempimenti richiamati dall'art. 2370 c.c.: con l'effetto, da una parte, di individuare con sicurezza il soggetto legittimato all'esercizio dei diritti di partecipazione ⁶⁹ e, dall'altra, di facilitare il perseguimento degli obiettivi di *engagement* dei soci ⁷⁰, in un contesto votato a favorire la circolazione delle partecipazioni sociali.

La centralità del registro in questo sistema si evince anche con riferimento alla già richiamata disciplina della costituzione di vincoli sugli strumenti finanziari digitali (art. 9 Decreto FinTech), in cui si prevede che la costituzione dei vincoli avvenga unicamente tramite scritturazione nel registro. La disposizione consente, al contempo, un'agevole individuazione del vincolo e il rispetto scrupoloso del medesimo, in quanto è espressamente previsto l'obbligo, per il responsabile del registro e il gestore del SS DLT o del TSS DLT, di attenersi alle istruzioni ricevute all'atto della costituzione del vincolo in ordine all'esercizio dei diritti.

Sul versante dei diritti patrimoniali, il ricorso alla DLT consente di legare alle scritturazioni nel registro la legittimazione al pagamento degli utili e delle altre distribuzioni afferenti agli strumenti finanziari digitali (art. 8 Decreto FinTech). In questa prospettiva, la tecnologia presenta ricadute positive in termini di certezza del soddisfacimento del diritto alla partecipazione agli utili dei singoli soci, quando il pagamento dei dividendi già deliberati sia automatizzato, per il tramite di *smart contract*, e quindi sottratto ad eventuali comportamenti non corretti o non legittimi degli amministratori ⁷¹.

⁶⁹ La legittimazione all'intervento in assemblea e all'esercizio del diritto di voto è determinata con riferimento alle scritturazioni rilevate al termine della giornata contabile individuata dallo statuto dell'emittente (art. 7 Decreto FinTech), o con le ulteriori modalità determinate con il regolamento Consob previsto dall'art. 28 del medesimo Decreto.

⁷⁰ Cfr. OECD, *The Tokenisation of Financial Assets and Potential Implications for Financial Markets*, 2020, disponibile all'indirizzo <https://www.oecd.org/finance/The-Tokenisation-of-Assets-and-Potential-Implications-for-Financial-Markets.htm>. Più

in generale v. BANCA D'ITALIA, *Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e crypto-attività*, giugno 2022, disponibile all'indirizzo <https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2022/crypto/Comunicazioni-della-Banca-d-Italia-DLT-crypto.pdf>.

⁷¹ Un simile meccanismo emancipa la distribuzione già decisa dall'esecuzione da parte dell'organo amministrativo, mediante uno *smart contract* che riscuote il controvalore in criptovalute dei dividendi, eliminando alla radice la necessità, per il socio, di reclamare anche in sede giudiziale quanto dovuto. In argomento, si veda l'art. 5,

Coerentemente con la centralità del registro, nella relazione tra il libro soci e le scritturazioni del registro prevalgono queste ultime, sulla base delle quali l'emittente aggiorna i libri sociali (art. 10 Decreto FinTech)⁷². In ogni caso, l'art. 5 Decreto FinTech prevede che la verifica della legittimazione all'esercizio dei diritti connessi agli strumenti finanziari digitali sia effettuata sulla base delle scritturazioni nel registro. Allo stesso tempo il soggetto iscritto nel registro non può essere sottoposto ad alcuna azione o pretesa da parte degli eventuali precedenti titolari, nel caso in cui la scritturazione nel registro sia stata ottenuta in buona fede ed in base ad un titolo idoneo (art. 5, comma 4, Decreto FinTech).

La preoccupazione del legislatore in merito alla tutela delle esigenze di attendibilità del registro nei confronti dei terzi, i quali devono poter contare sulla assoluta affidabilità di ciò che risulta dalle scritturazioni, ha condotto ad una problematica sottovalutazione di questioni di rilevanza interna: ad esempio, la disciplina nulla dispone per il caso in cui il trasferimento degli strumenti finanziari digitali azionari sia avvenuto in violazione di un patto di prelazione o, comunque, in violazione dello statuto; e nemmeno si hanno indicazioni in merito alla possibilità di impedire il successivo trasferimento dei medesimi strumenti ad un terzo in buona fede. In questo contesto, l'attribuzione al socio della possibilità di agire direttamente sulla *DLT*, sancita dall'art. 17 Decreto FinTech, che consente di attribuire in via esclusiva al titolare i mezzi di accesso agli strumenti finanziari digitali, si accompagna ad una condizione in cui le clausole statutarie relative ai limiti di trasferibilità della partecipazione, e dunque inerenti alla tendenziale stabilità della compagine sociale, rischiano di perdere concreta efficacia. Si realizza, dunque, una condizione in cui il ricorso alla *DLT* può rendere maggiormente efficiente ricorrere, anche per ciò che concerne la regolazione convenzionale della trasferibilità delle partecipazioni, a strumenti ulteriori rispetto alle clausole statutarie, in grado di supportare sul versante tecnologico il rispetto dei limiti introdotti dall'autonomia privata: si pensi, ad esempio, alla presenza di appositi *smart contract* che rendano automatica l'applicazione del limite posto statutariamente⁷³.

comma 3, *DLT Pilot Regime*, e la possibilità di superare il vincolo previsto dall'art. 40 CSDR, che richiede ai CSD di regolare i pagamenti in contanti attraverso conti aperti presso una banca centrale che emette la valuta pertinente.

⁷² Lo stesso libro soci può mutare di forma, in quanto può essere formato e tenuto, come il libro degli obbligazionisti, at-

traverso il registro per la circolazione digitale, pur mantenendo l'efficacia probatoria prevista dagli artt. 2709 e 2710 c.c.

⁷³ Ciò comporta, in altri termini, la necessità di ricorrere ad un codice di programmazione che supporti, come fonte di diritti ed obblighi, il linguaggio naturale proprio dei contratti e degli statuti.

L'emissione di strumenti finanziari digitali azionari richiede, dunque, una rivisitazione delle concrete modalità di esercizio dei diritti sociali e un assestamento delle regole interne e dei protocolli tecnologici. Questi, nel solco di quanto consentito dall'ordinamento, devono consentire di ottenere gli effetti che sono tradizionalmente riconducibili alla sola volontà statutaria e che, invece, attualmente esigono anche il ricorso a specifiche programmazioni tecniche.

8. PROBLEMI APERTI E PROSPETTIVE: LE NUOVE TECNOLOGIE "AMPLIFICANO" IL CAMBIAMENTO O LO INDIRIZZANO?

A quindici anni dall'avvio ufficiale della *cripto-economy* stiamo affrontando gli effetti che le innovazioni tecnologiche riverberano sui mercati, con la creazione di nuovi strumenti di pagamento e nuovi strumenti di finanziamento delle imprese. Come si è avuto modo di osservare, i regolatori hanno mantenuto un atteggiamento, nel complesso, decisamente cauto: le vicende che hanno avuto come protagoniste le cripto-valute hanno sollecitato nette prese di posizione da parte delle banche centrali.

Per ciò che concerne l'utilizzo delle cripto-attività da parte delle imprese, si è concretamente verificata una sorta di doppia "destrutturazione": nella realtà economica più attenta alle novità si assiste alla sostanziale scomposizione delle forme di investimento tradizionali, quali le partecipazioni sociali e le obbligazioni, e si riscontra una sorta di riorganizzazione delle prerogative degli investitori intorno a *token*, che rappresentano un fenomeno decisamente poliedrico, per la varietà e molteplicità dei diversi diritti che possono essere rappresentati; sul versante organizzativo, inoltre, si assiste ad una profonda destrutturazione dell'emittente che, con l'esperienza dei *DAO*, dimostra di potersi allontanare in modo eclatante dalle ben conosciute strutture organizzative delle società di capitali.

A fronte di questi fenomeni, i regolatori hanno dimostrato di non voler sottovalutare i possibili vantaggi, per le imprese e i mercati, apportati da questi schemi innovativi e, allo stesso tempo, di volere trattenere e disciplinare quanto risulta utile al fine di consentire alle imprese di accedere a nuovi canali di finanziamento e, conseguentemente, al fine di favorire la crescita economica. Si tratta, sostanzialmente, di un'operazione di *cherry picking*, in cui risulta assolutamente favorito l'utilizzo delle potenzialità della *DLT*, con riferimento a strumenti finanziari già identificati e disciplinati in precedenza dalla legge. Questo parziale adeguamento delle regole alla realtà lascia sullo sfondo fenomeni ancora da inquadrare giuridicamente, come i *DAO*, ed interviene solo di riflesso sugli *ICO*, grazie all'allargamento del novero degli strumenti finanziari approntato dal Decreto Fin-Tech.

Per quanto riguarda gli “strumenti finanziari digitali”, fra i quali troviamo, come già rilevato, le azioni, le obbligazioni e i titoli di debito di società ⁷⁴, vale a dire gli strumenti che vanno a comporre la struttura finanziaria delle imprese ⁷⁵, è previsto un importante ampliamento. Come dispone l’art. 28, comma 2, lettera *a-bis*, Decreto FinTech, infatti, la Consob può con regolamento includere nel novero degli strumenti finanziari digitali, oltre ai valori mobiliari previsti dall’art. 1, comma 1-*bis*, lettera c, T.U.F., anche le quote di partecipazione in s.r.l., espressamente anche in deroga alle disposizioni contenute negli artt. 2468, comma 1, 2470, commi 1-3, e 2471 c.c.

L’inclusione, in un futuro prossimo, delle quote di s.r.l. nell’ambito degli strumenti finanziari digitali rappresenta un effetto dirompente della combinazione tra innovazione e regolazione, tra la spinta innovativa che porta all’emissione di una grande varietà di *token* e la nuova disciplina dedicata agli strumenti finanziari *DLT*; ciò, in prospettiva, comporterà, come in una sorta di “implosione”, una radicale destrutturazione della quota medesima, con la modifica delle sue caratteristiche essenziali.

La notevole portata di questo cambiamento, per ora solo preannunciato dall’art. 28 Decreto FinTech, si evince già guardando all’espressa deroga all’art. 2468, comma 1, c.c. In questa prospettiva, si assiste ad una situazione in cui le nuove tecnologie, o meglio le regole intervenute a disciplinare le nuove possibilità che le tecnologie ci consegnano, “amplificano” un cambiamento già in atto, almeno se si guarda a quanto prevede l’art. 100-*ter*, comma 1, T.U.F., che, a seguito della recente modifica (art. 1 d.lgs. n. 30 del 10 marzo 2023, Decreto Crowdfunding), ammette che le quote di partecipazione in s.r.l. costituiscano oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di *crowdfunding*, nei limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503 ⁷⁶.

⁷⁴ Occorre, a questo punto, domandarci quali possano essere le conseguenze dell’emissione di strumenti finanziari inclusi nell’art. 1, comma 2, T.U.F. e non definibili come “strumenti finanziari digitali” ai sensi dell’art. 2, comma 1, Decreto FinTech: si tratta dell’impossibilità di beneficiare del regime di forma e circolazione delineato nelle nuove norme; in più, l’art. 30, comma 2, prevede una specifica disciplina sanzionatoria a carico di “chiunque emette strumenti finanziari digitali o tiene un registro per la circolazione digitale senza essere previamente iscritto nell’elenco di cui all’articolo 19”.

⁷⁵ Dato che sono presenti sia partecipazioni sociali, sia titoli che rappresentano

capitale di debito, ci si chiede se nel novero degli strumenti finanziari digitali potranno essere legittimamente collocati anche gli strumenti finanziari partecipativi *ex art.* 2346, ultimo comma, c.c. Una possibile soluzione potrebbe consistere nell’inclusione degli strumenti finanziari partecipativi digitali tra gli “altri” titoli di debito elencati nell’art. 2, comma 1, lett. *d*, Decreto FinTech.

⁷⁶ Si osserva che la nuova formulazione dell’art. 100-*ter*, primo comma, T.U.F. permette a tutte le s.r.l., e non solo alle s.r.l. piccole e medie imprese, come invece il precedente art. 100-*ter*, comma 1-*bis*, T.U.F., la possibilità di offrire al pubblico prodotti finanziari. La recente modifica, attuata dal Decreto Crowdfunding, pone fine

Il ricorso alla *DLT*, inoltre, comporta la previsione di un regime derogatorio rispetto alla tradizionale centralità del registro delle imprese (art. 2470, commi 1-3), come già avvenuto con la recente introduzione del sistema definito come “dematerializzazione della quota”, regolato dall’art. 100-ter, commi 2 e ss., T.U.F. e consente il ricorso ad intermediari abilitati che effettuano la sottoscrizione delle quote in nome proprio e per conto dei sottoscrittori o acquirenti che abbiano aderito all’offerta di *crowdfunding*. L’utilizzo della tecnologia *DLT*, infine, imporrà, in deroga a quanto previsto nell’art. 2471 c.c. in merito all’espropriazione della partecipazione, la previsione di nuove tecniche per la tutela del creditore precedente.

Il ricorso alla circolazione tramite *DLT* consente, dunque, di agevolare la circolazione della quota, grazie all’efficienza di questo sistema e alla disintermediazione, che insieme portano ad una maggiore liquidità; si tratta di condizioni potenzialmente molto impattanti, in un contesto in cui le partecipazioni sono tradizionalmente “non liquide”: condizioni che impongono una rivisitazione profonda del concetto di quota ⁷⁷.

Come si osservava, infatti, il Decreto FinTech consente alla potestà regolamentare di Consob di includere le quote nel novero degli strumenti finanziari digitali, riconducibili nel più ampio perimetro degli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito ⁷⁸. In astratto, la riconducibilità delle quote di s.r.l. alla qualifica di strumenti finanziari è già ammissibile, in quanto la quota può essere definita come valore mobiliare ai sensi dell’art. 1, comma 1-bis, T.U.F.: l’elenco riportato dalla medesima disposizione, comprendente tra l’altro le azioni, le obbligazioni e i titoli di debito, non risulta affatto tassativo ⁷⁹. Dal momento che il valore mobiliare si pone come sottoinsieme degli strumenti finanziari, giusta il richiamo contenuto nell’art. 1, comma 2, T.U.F. alla sezione C dell’Allegato I, la quota di s.r.l. può, in determinate circostanze, essere qualificata come strumento finanziario e, quando l’emanando regolamento Consob lo disporrà, strumento finanziario digitale.

ad una situazione piuttosto singolare, rappresentata dalla previsione di deroghe e aperture a nuovi canali di finanziamento per le sole piccole e medie imprese in forma di s.r.l., con esclusione delle grandi imprese, in un contesto in cui la disciplina eccezionale di favore escludeva dal beneficio solo un piccolo numero di s.r.l., appunto le imprese di dimensioni maggiori.

⁷⁷ Come osserva A. SCIARRONE ALIBRANDI, *op. cit.*, 45, la variante tecnologica è in grado di “riconfigurare” le dinamiche di mercato e, di conseguenza, non può non avere un impatto anche sulle regole.

⁷⁸ Dunque, non tutti gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito possono essere strumenti finanziari digitali, ma allo stesso tempo, l’inclusione della quota negli strumenti finanziari digitali comporta l’inclusione nel novero degli strumenti finanziari, giusta il disposto dell’art. 31 che integra l’art. 1 T.U.F. includendo gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito.

⁷⁹ Cfr. E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. Soc.*, 2019, 675 ss.

La questione più scottante, a questo punto, attiene proprio alle condizioni concrete, in presenza delle quali la quota può legittimamente essere definita come strumento finanziario digitale. Il fatto che la legge lo possa consentire in astratto, infatti, non esclude che occorra anche in questo caso tenere conto della variabilità delle condizioni giuridiche in cui può versare la quota di s.r.l., compresa la circostanza che la società stessa si avvalga delle facoltà messe a disposizione dalla flessibilità statutaria, ad esempio con la presenza di quote dotate di particolari diritti (art. 2468, comma 3, c.c.), oppure di limitazioni anche assolute alla circolazione. La definizione di valore mobiliare contenuta nell'art. 1, comma 1-bis, T.U.F., esige che si tratti di categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, imponendo così alcune caratteristiche che possono essere legittimamente assenti nella quota. Si pensi alla caratteristica della standardizzazione della quota, assente nella s.r.l. "codicistica": a questo proposito, occorre ricordare che l'art. 26 d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, conv. con modifiche dalla l. 17 dicembre 2012, n. 22, consente alle piccole e medie imprese di emettere quote di categoria a prescindere dall'offerta delle quote medesime tramite un portale di *crowdfunding*, con l'effetto di consentire all'emittente di determinare liberamente il contenuto delle diverse categorie di partecipazioni, le quali possono anche non attribuire diritti di voto o attribuire diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione, oppure diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative (art. 26, commi 2 e 3).

La possibilità di creare categorie di quote, regolata finora come una mera facoltà, diviene in termini prospettici un'esigenza, nel momento in cui, tramite il regolamento Consob previsto dall'art. 28 Decreto FinTech, il regolatore deciderà di includere le quote nel novero degli strumenti finanziari digitali. Ma ciò comporterà un ulteriore assestamento normativo, in quanto come si osservava la possibilità di emettere quote di categoria è riservata dal già richiamato art. 26 d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, alle sole piccole e medie imprese, con l'effetto, nell'attuale contesto normativo, dell'immotivata esclusione da questa facoltà delle s.r.l. "maggiori"⁸⁰.

Le prognosi sono facili da smentire. Ciononostante, si può affermare con relativa sicurezza che, quando entrerà in vigore il

⁸⁰ Una circolazione particolarmente fluida della quota richiede, in un contesto realistico dei rapporti di forza tra i soci di controllo e coloro che investono nel capitale di rischio, che la legge consenta la possibilità di "creare categorie di quote fornite di diritti diversi", come ad esempio quote prive

del diritto di voto in deroga all'art. 2479, comma 5, c.c. A ciò si aggiunge la necessità di una rivisitazione dell'ampiezza del controllo del socio di s.r.l., anche consentendo una modulazione da parte dell'autonomia privata in caso di circolazione mediante *DLT*.

regolamento di cui all'art. 28 Decreto FinTech, la regolazione delle crypto-attività che riguardano la struttura finanziaria delle imprese avrà, come risultato, per certi versi inaspettato, di contribuire alla realizzazione di una nuova idea di partecipazione in s.r.l. nell'ambito di un percorso normativo già da tempo iniziato. Questo, infatti, ha preso avvio da una fase in cui il legislatore ostacolava "il commercio facile e speculativo"⁸¹, per giungere ad uno stadio definibile come "intermedio", in cui le sole quote delle s.r.l. piccole e medie imprese potevano essere oggetto di operazioni di *equity crowdfunding*⁸², per approdare, infine, ad una condizione in cui le quote di s.r.l. giungono ad essere, in deroga all'art. 2468, comma 1, c.c., possibile oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di *crowdfunding*, nei limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503 (art. 100-ter T.U.F.). L'inclusione delle quote (prospettata, in attesa del regolamento) nel novero degli strumenti finanziari digitali, dunque, si manifesta come il più naturale defluire di questo percorso normativo, al cui esito le quote medesime possono, grazie alla DLT e alle nuove regole, essere oggetto di speculazione ed essere agevolmente collocate e trasferite⁸³.

L'incontro tra i diversi percorsi normativi, rappresentati, da una parte, dalle profonde modificazioni subite negli ultimi anni

⁸¹ V. DE STASIO, *Trasferimento della partecipazione e conflitto tra acquirenti*, Milano, 2008, 17 e n. 31, il quale rileva che una delle modalità tecniche privilegiate dal modello tedesco (§ 15 GmbHG) è l'imposizione della forma notarile per il trasferimento e per il contratto sottostante, elemento in grado di escludere appunto il commercio facile e speculativo di quote di società". Nel modello francese, la cessione della partecipazione a non soci è condizionata dal consenso della maggioranza dei soci, per teste e per quote; si veda l'art. 223-14 *Code de commerce*: "*Les parts sociales ne peuvent être cédées à des tiers étrangers à la société qu'avec le consentement de la majorité des associés représentant au moins la moitié des parts sociales, à moins que les statuts prévoient une majorité plus forte*". In merito alle finalità della disciplina, rivolta a fare in modo che la s.r.l. recluti la propria compagine sociale "a trattativa privata", rinvio a G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata come "tipo" normativo*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da Galgano, vol. VIII, Padova, 1985, 73; P. BENAZZO, *L'organizzazione della nuova s.r.l. tra modelli legali e statutari*, cit., p. 1064; S. PATRIARCA, *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, Milano, 2005, 15 e n. 50.

⁸² La linea evolutiva cui ci si riferisce, e che può essere astrattamente identificata, a grandi linee, nel cammino intrapreso a partire dal d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, conv. con modificazioni in l. 17 dicembre 2012, n. 221, con la previsione e la disciplina delle start-up innovative e il d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, conv. in l. 24 marzo 2015, n. 33 con l'introduzione nel nostro ordinamento delle PMI innovative, per poi approdare alla nuova disciplina delle "s.r.l. piccole e medie imprese" (nell'ambito, come si vedrà, del più ampio insieme delle "piccole e medie imprese"), si mostra chiaramente rivolta alla creazione e al progressivo ampliamento di un contesto normativo favorevole alla crescita. Sul tema delle s.r.l. aperte al mercato, rinvio a P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico" di partecipazioni sociali*, Milano, 2022, spec. 31 ss. e, con riferimento alle quote di s.r.l. "tokenizzate", S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, 2021, 55 ss.

⁸³ Se si può azzardare un'ulteriore prognosi, sempre fondata su dati oggettivi, si può riconoscere nell'art. 3 del d.d.l. S. 674, "Interventi a sostegno della competitività dei capitali", varato l'11 aprile 2023 dal Consiglio dei ministri su proposta del Ministro dell'Economia e delle Finanze, una ben evidente linea di tendenza rivolta ad aprire

dalle s.r.l. e, dall'altra, dalle nuove regole in materia di cripto-valute, ha "amplificano" fenomeni già in atto per ciò che concerne le società di capitali; allo stesso tempo, restano ancora sullo sfondo, come territori solo parzialmente esplorati da parte del regolatore, altri strumenti di investimento, frutto di un contesto in cui le imprese si avvalgono di schemi del tutto nuovi, individuando nelle cripto-attività un utile canale per conseguire risorse economiche direttamente dagli investitori, senza intermediari e allontanandosi dai modelli tradizionali di investimento.

Abstract

New technologies contribute significantly to defining the characteristics of the market and its players, as happens with cryptocurrencies, ICOs (Initial Coin Offers), as well as decentralized transaction validation technologies (distributed ledger technology). These new tools require a rethink of the financial structure of companies: thanks to DLT, the placement of equity investments in small and medium-sized companies is facilitated, while innovative schemes such as ICOs are becoming increasingly popular. In this rapidly evolving context, the DLT Pilot Regime (EU Reg. n. 2022/858) intervened, introducing a temporary European regulatory sandbox, while in our country the FinTech Decree was issued (Legislative Decree 17 March 2023, no. 25), by which digital financial instruments are included in the generally closed class of financial instruments. At the same time, the FinTech Decree outlines new spaces of freedom and limits: the possibility of using DLT, with its numerous advantages, including the possibility for shareholders to exercise their rights without any intermediation and, therefore, in a more immediate and less expensive way, is assisted by rules which, despite the decentralization of control and guarantee functions, restore relevance to the power of the authority in regulating the market.

nuovi canali di afflusso di risorse per le imprese, anche al di fuori del perimetro della finanza decentralizzata, mediante una

riforma organica volta a incentivare la quotazione delle società.