

## Tayros Consulting

LA REGOLAMENTAZIONE DI SECURITY TOKEN OFFERING STO ICO BLOCKCHAIN E SMART CONTRACT IN ITALIA - L'APPROCCIO CONSOB

# LA REGOLAMENTAZIONE DI SECURITY TOKEN OFFERING STO, ICO, BLOCKCHAIN E SMART CONTRACT IN ITALIA – L'APPROCCIO CONSOB

MARZO 15, 2022 | ADMIN



Per **Security token offering** (o abbreviato **STO**), si intende l'offerta di strumenti finanziari rappresentativi di asset class tradizionali come azioni, obbligazioni, diritti, obblighi e loro derivati, ovvero di asset class alternativi (*crypto assets* <sup>(1)</sup>) i cui più disparati sottostanti investibili, beni reali, finanziari e virtuali, sono capaci di produrre ricchezza rivalutandosi o distribuendo reddito. Tali assets vengono inseriti in uno *smart contract* e digitalizzati attraverso un *token* (codice informatico) che ne garantisce l'autenticità e la proprietà attraverso l'utilizzo di **tecnologie DLT** (*Blockchain Distributed Ledgers Technology* <sup>(2)</sup>). L'emissione di un **security token** è assimilabile ad una **cartolarizzazione di asset** (tangibili, intangibili e commerciali), con la differenza che le Security token si basano appunto sull'utilizzo di **Distributed Ledgers** (letteralmente "registro distribuito") **Technologies**.

Attraverso un **Security token offering ( STO)** una PMI rende liquidi i propri asset e favorisce l'investimento da parte del mercato dei capitali, riducendo così la propria dipendenza dal canale bancario che oggi rappresenta l'80% delle fonti di finanziamento di una PMI. Dall'altro lato invece, l'investitore (professionale e/o retail) ha la possibilità di accedere a forme di investimento alternative, liquide e ad alta redditività.

Gli asset aziendali vengono ceduti agli investitori senza che questi ne entrino in possesso materialmente come avviene, ad esempio, per i contratti *future*. A differenza dei future però i contratti si basano sugli **smart contract** <sup>(3)</sup> e lo strumento finanziario si chiama token. L'emissione di Security token, se applicata a un asset commerciale, rappresenta una forma di finanziamento alternativa ed evoluta al factoring bancario.

In data 23 luglio 2014 è stato emanato il **REGOLAMENTO (UE) N. 910/2014 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO in materia di identificazione elettronica e servizi fiduciari per le transazioni elettroniche nel mercato interno (eIDAS** (electronic IDentification Authentication and Signature) che abroga la direttiva 1999/93/CE.

Con la conversione in legge del **Decreto Semplificazioni (DECRETO-LEGGE 14 dicembre 2018, n. 135 convertito con modificazioni dalla L. 11 febbraio 2019, n. 12)** è stato riconosciuto il valore giuridico delle certificazioni tramite **blockchain** <sup>(2)</sup> e degli **smart contract** <sup>(3)</sup>.

**Quindi**, come previsto dal **DECRETO-LEGGE 14 dicembre 2018, n. 135 convertito con modificazioni dalla L. 11 febbraio 2019, n. 12**, l'emissione di Security token è un'attività legalizzata a seguito dell'introduzione nell'ordinamento italiano delle tecnologie **Blockchain Distributed Ledgers Technology (DLT)** e Smart Contract.

L'ordinamento italiano, con il **DECRETO-LEGGE 14 dicembre 2018, n. 135 convertito con modificazioni dalla L. 11 febbraio 2019, n. 12**, introduce una **definizione di Distributed Ledgers Technology (DLT)** e Smart Contract . Nello specifico si tratta dell'articolo 8-ter, composto di soli quattro commi:

#### **Art. 8-ter Tecnologie basate su registri distribuiti e smart contract**

1. Si definiscono “**tecnologie basate su registri distribuiti**” le tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetturealmente decentralizzato 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.*

2. Si definisce “**smart contract**” un programma per elaboratore che opera su tecnologie basate su registri distribuiti e la cui esecuzione vincola automaticamente due o più parti sulla base di effetti predefiniti dalle stesse. Gli smart contract soddisfano il requisito della forma scritta previa identificazione informatica delle parti interessate, attraverso un processo avente i requisiti fissati dall'**Agenzia per l'Italia digitale** con linee guida da adottare entro novanta giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto.

3. La memorizzazione di un documento informatico attraverso l'uso di tecnologie basate su registri distribuiti produce gli effetti giuridici della validazione temporale elettronica di cui all'**articolo 41 del regolamento (UE) n. 910/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 luglio 2014.**

4. Entro novanta giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto, l'Agenzia per l'Italia digitale individua gli standard tecnici che le tecnologie basate su registri distribuiti debbono possedere ai fini della produzione degli effetti di cui al comma 3.

La prima osservazione riguarda l'oggetto della definizione di “tecnologie basate su registri distribuiti” di cui al primo comma, la norma infatti definisce **Distributed Ledgers Technology (DLT)** e nulla dice in merito alla **blockchain (BC)**. I due termini non sono sinonimi, e le due architetture seppur simili possiedono caratteristiche diverse (in sintesi, semplicisticamente, si può dire che tutte le BC sono DLT ma non tutte le DLT sono BC <sup>(2)</sup>).

Due sono le principali critiche al **primo comma dell'art. 8 ter del DECRETO-LEGGE 14 dicembre 2018, n. 135 convertito con modificazioni dalla L. 11 febbraio 2019, n. 12** da parte degli esperti in materia.

La prima riguarda la scelta di fornire la definizione di **Distributed Ledgers Technology (DLT)** prevedendo dei requisiti di non alterabilità e non modificabilità che sembrerebbero essere garantiti solo da una **blockchain (BC)** pubblica.

La seconda riguarda la “non modificabilità”, carattere problematico sotto diversi aspetti:

- **informatico**: nemmeno la **blockchain (BC)** pubblica può assicurare l'immodificabilità in forma assoluta (soglia del 51% dei nodi);
- **giuridico**: possibile conflitto con la normativa GDPR, Regolamento generale sulla protezione dei dati, anche noto come **GDPR (General Data Protection Regulation)** approvato con **Regolamento UE 2016/679 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 aprile 2016** e applicabile a decorrere dal **25 maggio 2018**, in particolare con l'**Articolo 17 – Diritto alla cancellazione («diritto all'oblio»)**, che prevede il diritto ad ottenere la cancellazione dei dati comunicati;
- **logico**: si prevede che il dato debba essere “non modificabile” e “aggiornabile”, caratteri in apparente contrasto tra loro.

Il **primo comma dell'art. 8 ter**, se da un lato evidenzia la volontà del legislatore di creare una base normativa che permetta alle aziende di investire e sperimentare i possibili utilizzi della tecnologia, dall'altro lascia un significativo margine di incertezza circa quali siano le reti che possano rientrare nella definizione, non specificando se debbano essere public, private, permissionless, permissioned, o quale debba essere l'algoritmo di consenso utilizzato (PoW (**Proof-of-work** – algoritmi che fungono da disincentivi economici nei confronti di attacchi informatici), PoS (È detto **proof-of-stake (PoS)**, vagamente traducibile in italiano come “prova che si ha un interesse in gioco”) un tipo di protocollo per la messa in sicurezza di una rete di criptovaluta e per il conseguimento di un consenso distribuito),.....).

La **prima parte del secondo comma dell'art. 8 ter** definisce «smart contract» un **programma per elaboratore che opera su tecnologie basate su registri distribuiti e la cui esecuzione vincola automaticamente due o più parti sulla base di effetti predefiniti dalle stesse**.

Quindi la legge stabilisce un requisito tecnico “**opera su tecnologie basate su registri distribuiti**”. Per cui non è sufficiente che il codice informatico sia salvato sull'hard disk delle parti o in una qualsiasi LAN, ma deve esserne fatto il **deploy** (registrazione del contratto nella rete DLT) all'interno di una rete DLT che soddisfi i requisiti stabiliti al **1° comma dell'art. 8-ter**.

La **seconda parte del secondo comma dell'art. 8 ter** stabilisce che: “**Gli smart contract soddisfano il requisito della forma scritta previa identificazione informatica delle parti interessate, attraverso un processo avente i requisiti fissati dall'Agenzia per l'Italia digitale con linee guida da adottare entro novanta giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto.**”

### Le linee guida non risultano ancora emesse.

Il **comma 4 dell'art. 8** te rimette all'**Agenzia per l'Italia digitale (AgID)** l'individuazione, entro 90 giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione, degli standard tecnici che le tecnologie blockchain dovranno possedere, affinché tali tecnologie possano produrre gli effetti giuridici della validazione temporale elettronica di cui al comma 3.

A livello comunitario, L'**Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority (ESMA))** si rimette all'autonomia normativa delle **national competent authorities (NCAs)** e pertanto sarà necessario il parere positivo della Consob per l'emissione di tali nuovi alternativi strumenti finanziari (Vedi ESMA : **Advice – Initial Coin Offerings and Crypto-Assets**).

A tal riguardo, in data 19.03.19, la Consob ha pubblicato il Documento di Consultazione pubblica **Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività** sul tema di regolamentazione dei Cripto-asset, tra cui le **initial coin offering (ICO)** <sup>(4)</sup> tramite piattaforme di **Equity-crowdfunding** <sup>(5)</sup>.

La **Consob ritiene che i token siano titoli**. Infatti, ricorda che il fenomeno delle ICO è di sua pertinenza in quanto *“sia le offerte primarie di cripto-attività (o token) sia le cripto-attività stesse possono presentare significativi elementi di similitudine con le offerte pubbliche di strumenti/prodotti finanziari”*. E aggiunge anche che *“la rappresentazione dei rapporti giuridici in un “token” (cosiddetta “tokenizzazione”) presenta profili di analogia con il meccanismo di creazione di securities, ovvero l'incorporazione dei diritti del sottoscrittore in un certificato, che costituisce titolo di legittimazione per il loro esercizio ma anche uno strumento per la più agevole trasferibilità dei medesimi”*.

In sintesi, la consultazione di Consob chiede agli *“stakeholder”* di esprimere la propria opinione su tre elementi fondamentali delle ICO, che l'authority ha provato a definire:

1. elementi costitutivi del fenomeno “token”;
2. approccio regolatorio rispetto alle offerte di cripto-attività di nuova emissione;
3. approccio regolatorio relativo alla successiva negoziazione.

La Consob sottolinea che, ferma restando la sussistenza dell'elemento dell'investimento (comune a prodotti e strumenti finanziari), i **tratti distintivi della cripto-attività** consistono:

- nell'**impiego di tecnologie innovative**, tipo **blockchain**, onde incorporare nei token i diritti dei soggetti che hanno investito con l'obiettivo del finanziamento del progetto imprenditoriale sottostante;
- nella **destinazione alla successiva negoziazione dei token (crypto-asset)**, la cui trasferibilità è peraltro strettamente connessa con la tecnologia impiegata, ovvero con la sua capacità di registrare e mantenere l'evidenza della titolarità dei diritti connessi con i crypto-asset in circolazione

Lo scopo è la tutela dei potenziali acquirenti, quantomeno con riferimento alle caratteristiche dei soggetti emittenti cripto-attività e alla messa a disposizione di adeguate informazioni in merito ai progetti imprenditoriali. Secondo Consob, gli operatori meglio posizionati per poter offrire professionalmente assistenza nella realizzazione delle offerte di cripto-attività a un numero potenzialmente indeterminato di investitori appaiono i gestori di **portali di equity crowdfunding**.

Non si escludono però soggetti diversi, specializzati in ICO, purché in possesso di requisiti soggettivi richiesti alla categoria dei gestori di portali di crowdfunding.

Peraltro, Consob non ritiene necessario creare una situazione di regole rigide. Ritiene invece più *“utile prevedere un regime che in virtù di un meccanismo di opt-in consenta al promotore dell'iniziativa (emittente/offerente/proponente) di scegliere l'impiego di una piattaforma dedicata al fine di rivolgersi alla platea degli investitori in un contesto regolamentato”*. Di conseguenza, le offerte promosse al di fuori delle piattaforme regolate resterebbero comunque legittime, a meno che il token integri la nozione di *“prodotto finanziario”*.

Per quanto riguarda i mercati secondari, dove i token vengono scambiati, Consob propone la nozione di *“sistema di scambi di criptoattività, quale insieme di regole e di strutture automatizzate, che consente di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di cripto-attività e di dare esecuzione a dette proposte, anche attraverso tecnologie basate su registri distribuiti”*.

Un'ipotesi di disciplina potrebbe prevedere, da un lato, che solo le criptoattività che abbiano costituito oggetto di offerta al pubblico attraverso una o più piattaforme possono essere ammesse agli scambi e, dall'altro, l'iscrizione del sistema di scambi di criptoattività in un apposito registro della Consob.

Secondo Consob, infine, sarebbe opportuno prevedere che i sistemi di scambio siano dotati di regole e procedure idonee per l'accesso e l'identificazione dei partecipanti in modo tale da rendere inutilizzabili tecnologie basate su registri distribuiti nella forma *“permissionless”*, ossia con accesso libero anche anonimo.

In tale cornice si inserisce l'iniziativa del Governo di istituire un Gruppo di esperti in blockchain e in intelligenza artificiale per predisporre una strategia nazionale sull'utilizzo di queste tecnologie, con lo scopo di approntare gli strumenti normativi e tecnici e le risorse per la loro diffusione.

Questa si aggiunge all'iniziativa di 23 paesi europei di dare vita alla **European Blockchain Partnership (EBP)**, alla quale, recentemente, ha aderito anche l'Italia. La collaborazione punta a favorire la collaborazione tra gli Stati membri per lo scambio di esperienze, sia sul piano tecnico sia su quello della regolamentazione, e dovrebbe portare alla progettazione e il lancio di una Blockchain dell'Unione Europea.

Obiettivo principale della **European Blockchain Partnership (EBP)** è stato la costruzione dell'infrastruttura europea dei servizi blockchain (**European Blockchain Services Infrastructure (EBSI)**).

La **European Blockchain Partnership (EBP)** aiuta a evitare la frammentazione del panorama blockchain favorendo una stretta collaborazione tra i paesi dell'UE. La partnership supporta l'interoperabilità e l'ampia diffusione di servizi basati su blockchain. Offre un ambiente conforme alle normative nel pieno rispetto delle leggi dell'UE e con strutture e modelli di governance chiari per aiutare la blockchain a crescere e prosperare in tutta Europa.

Ricordiamo, infine, che l'Italia ha sottoscritto il 4 dicembre 2018 una **dichiarazione sullo sviluppo della Blockchain nell'ambito del MED7**, il gruppo costituito da sette Paesi del Sud Europa (Italia, Spagna, Francia, Malta, Cipro, Grecia e Portogallo).

Nella dichiarazione si riconosce come la Blockchain e, più in generale, le tecnologie basate su registri distribuiti (DLT) possano giocare un ruolo determinante nello sviluppo di questi Paesi. E' necessario, pertanto, creare un coordinamento anche tecnico tra i Paesi, per sperimentare l'utilizzo di queste tecnologie e di quelle emergenti (5G, Internet of Things, AI).

Nei negoziati che hanno preceduto la firma della dichiarazione, l'Italia ha rimarcato come risulti determinante favorire la conoscenza e la sperimentazione delle tecnologie emergenti a tutti i livelli ed assicurare che, nella costruzione di una cornice giuridica di riferimento, venga garantito il mantenimento del loro carattere decentralizzato.

In relazione agli smart contract, si segnala uno **studio del Servizio Ricerca del Parlamento europeo**, dal titolo "**Come la tecnologia blockchain può cambiarci la vita**".

(<sup>1</sup>) I **cripto asset** sono strumenti finanziari all'avanguardia, assimilabili alle securities, il cui mercato deve trovare ancora una piena regolamentazione. L'Italia è stato tra i primi paesi a offrire una legislazione più completa dei cripto asset, che comprende, non solo la loro definizione e le modalità di emissione, ma anche tematiche relative alle offerte e agli scambi, proponendo una disciplina del mercato primario e del mercato secondario. Allo stato attuale, secondo la Consob, i soggetti più adatti a gestire l'emissione di cripto attività sono i gestori di portali di equity crowdfunding,

(<sup>2</sup>) La Blockchain (letteralmente “catena di blocchi”) **sfrutta le caratteristiche di una rete informatica di nodi** e consente di gestire e aggiornare, in modo univoco e sicuro, un registro contenente dati e informazioni (per esempio transazioni) in maniera aperta, condivisa e distribuita **senza la necessità di un'entità centrale di controllo e verifica**.

Le **applicazioni della Blockchain**, che si attende siano rilevanti in numerosi settori, sono spesso contraddistinte dalla necessità di disintermediazione e decentralizzazione. Questa innovazione consente, potenzialmente, di **fare a meno di banche, notai, istituzioni finanziarie** e così via.

Le **tecnologie Blockchain** sono incluse nella più ampia famiglia delle tecnologie di **Distributed Ledger** (letteralmente “registro distribuito”), ossia **sistemi che si basano su un registro distribuito**, che può essere letto e modificato da più nodi di una rete. Per validare le modifiche da effettuare al registro, in assenza di un ente centrale, **i nodi devono raggiungere il consenso**. Le modalità con cui si raggiunge il consenso e la struttura del registro sono alcune delle caratteristiche che connotano le diverse tecnologie Distributed Ledger.

Blockchain e Distributed Ledger sono le tecnologie che abilitano l'**Internet of Value**, che si fonda su 5 ingredienti: **rete, algoritmi, registro distribuito, trasferimenti ed asset**.

## Cosa sono Distributed Ledger e Blockchain

Le **tecnologie Distributed Ledger (DLT)** sono sistemi basati su un registro distribuito, ossia sistemi in cui tutti i nodi di una rete possiedono la medesima copia di un database che può essere letto e modificato in modo indipendente dai singoli nodi.

## Regola del consenso e crittografia



Se nei cosiddetti Distributed Database, tutti i nodi che possiedono una copia del database possono consultarlo, ma devono passare da un ente centrale (oppure più soggetti validatori) per modificarne i dati, nei sistemi di **Distributed Ledger** le **modifiche al registro vengono regolate tramite algoritmi di consenso**. Tali algoritmi permettono di raggiungere il consenso tra le varie versioni del registro, nonostante esse vengano aggiornate in maniera indipendente dai partecipanti della rete. Oltre agli algoritmi di consenso, per mantenere la sicurezza e l'immutabilità del registro, Distributed Ledger e Blockchain fanno anche un **ampio utilizzo della crittografia**.

### Caratteristiche delle Distributed Ledger Technology

Proprio per la particolarità e la rilevanza della modalità con cui la rete aggiorna il registro, le **caratteristiche fondamentali** che distinguono i vari sistemi di Distributed Ledger sono tre:

- tipologia di rete
- meccanismo di consenso
- struttura del registro

Le soluzioni più propriamente dette **Blockchain**, quelle che **si ispirano alla piattaforma Bitcoin**, aggiungono due ulteriori caratteristiche che non necessariamente si trovano nei sistemi di Distributed Ledger:

- trasferimenti
- asset

### Permission Ledger e Permissionless Ledger

Sulla base della **tipologia di rete**, si distingue tra sistemi:

- **permissioned** – reti in cui per accedere bisogna registrarsi e identificarsi e quindi essere autorizzati da un ente centrale o dalla rete stessa;
- **permissionless** – reti in cui chiunque può accedere senza autorizzazione.

**Nei sistemi permissioned il meccanismo di consenso è più semplice:** quando un nodo propone una l'aggiunta di una transazione, ne viene verificata la validità e si vota a maggioranza sull'opportunità di aggiungerla al registro.

In sistemi permissionless, invece, i meccanismi di consenso sono più complessi (basati ad esempio Proof of Work o Proof of Stake<sup>1</sup>) per evitare che un soggetto malevolo possa creare numerose identità fittizie e influenzare il processo di modifica del registro.

## Caratteristiche dei sistemi Blockchain

Un'altra caratteristica dei sistemi Distributed Ledger è la **struttura del registro**. Le **soluzioni Blockchain** sono quelle in cui il registro è strutturato come una **catena di blocchi contenenti più transazioni** e i blocchi sono tra di loro concatenati tramite crittografia (come ad esempio nelle piattaforme **Bitcoin** o **Ethereum**). Vi sono poi soluzioni in cui il registro è formato da Tangle, dove cioè le transazioni vengono processate in parallelo (ad esempio **IOTA**) o altri casi ancora in cui il registro è formato da una catena di transazioni (ad esempio **Ripple**).

I sistemi Blockchain, in genere consentono di **effettuare dei trasferimenti o più genericamente delle transazioni**. Tali trasferimenti possono essere semplici o più evoluti a seconda del livello di programmabilità consentito dalla piattaforma. Ad esempio, la **piattaforma Ethereum** consente di gestire smart contract che abilitano trasferimenti arbitrariamente complessi.

Infine, l'ultima caratteristica dei sistemi Blockchain è il fatto che esista un **asset univoco da trasferire** che può essere una **criptovaluta** o un **token**. Tale asset può essere nativamente digitale o fisico con un corrispettivo digitale. Le tecnologie **Internet of Things** possono aiutare a creare corrispondenza tra asset fisico e digitale.

(<sup>3</sup>) L'espressione "**smart contract**" può esser fuorviante, anche rispetto alle differenze dei vari sistemi normativi, in alcuni casi non è possibile parlare di "contratti" in senso strettamente giuridico, ma di **funzioni "if/then"** incorporate in software o protocolli informatici. Per es.: **se c'è una scadenza, allora parte il pagamento**.

In sintesi, tramite gli *smart contract* può anche avvenire una **trasposizione "informatica"** di accordi che si concludono al di fuori dalla piattaforma tecnologica.

(<sup>4</sup>) Mentre il termine initial coin offering è stato inizialmente attribuito alle emissioni di cripto-valute (es. Bitcoin, Ethereum), ad oggi esso è utilizzato per identificare qualsiasi offerta di token, non necessariamente costituenti una cripto-valuta ma incorporanti diritti vari, che

possono essere acquisiti dietro corrispettivo sia di valuta a corso legale sia di cripto-valuta.

(<sup>5</sup>) Il **crowdfunding** (dall'inglese *crowd*, folla e *funding*, finanziamento), o finanziamento collettivo in italiano, è un processo collaborativo che avviene attraverso appositi portali web. Un gruppo di soggetti conferisce il proprio denaro per sostenere e finanziare gli sforzi di persone o di organizzazioni, ottenendo in cambio una ricompensa che può essere concreta o simbolica, a seconda della finalità della campagna.

L'**equity crowdfunding** è una particolare tipologia di crowdfunding che si configura come un vero e proprio **strumento finanziario**. Il promotore della campagna è **una società**, startup o PMI, che **offre al crowd una fetta della propria società, in cambio di capitali di rischio**. I finanziatori dell'iniziativa ottengono una quota di partecipazione della società, diventando quindi veri e propri soci dell'impresa. In Italia, l'equity crowdfunding è normato dalla Consob e ogni portale che vuole operare in questo settore deve essere autorizzato dallo stesso organo di vigilanza.

No TweetBacks yet. (Be the first to [Tweet this post](#))