Definizione di Securities – Italia

In Italia è il TUF a disciplinare la materia di strumenti finanziari all’art. 1, comma 2. Per il TUF gli strumenti finanziari sono:

* le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali;
* le obbligazioni, i titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali;
* le quote di fondi comuni di investimento;
* i titoli normalmente negoziati sul mercato monetario;
* qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permetta di acquisire gli strumenti precedentemente indicati;
* i contratti futures su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici;
* i contratti di scambio a pronti e a termine (swaps) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (equity swaps);
* i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi d'interesse, a valute, a merci e ai relativi indici;
* i contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi d'interesse, su merci e sui relativi indici;
* le combinazioni di contratti o di titoli indicati precedentemente.

I mezzi di pagamento non sono considerati strumenti finanziari.

Il frazionamento della proprietà negli ordinamenti giuridici – Italia e altre nazioni

In Italia vi sono almeno due modi per condividere la proprietà di un immobile: la comunione e la multiproprietà. Prima di approfondire l’argomento è necessario premettere che entrambi gli istituti permettono sì la divisione della proprietà su un immobile ma non sono pensati e destinati al fine dell’investimento immobiliare e, conseguentemente, non sono adatti per operazioni di questo tipo.

Vi sono sicuramente altri modi per frazionare un asset immobiliare tra cui suddividere in ulteriori unità abitative lo stesso edificio e i sindacati di investimento (presenti in paesi anglosassoni come UK, USA e Australia). In Inghilterra l’uso di leaseholds e sub-leasholds. Si potrebbe anche usare la tecnica del tranching, tipica delle Mortgage-Backed Securities (MBS) utile a suddividere le quote di uno strumento finanziario in quote più piccole da distribuire tra nuovi investitori.

Si mostrerà tuttavia che tutte queste tecniche non sono ottimali al fine di frazionare gli immobili e creare un mercato immobiliare secondario dove scambiare le quote.

Italia

*Comunione*

Un diritto soggettivo può appartenere a più persone, le quali sono tutte contitolari del medesimo diritto (il quale rimane identico a sé stesso, nonostante faccia capo a più soggetti diversi che lo condividono).

Il fenomeno della contitolarità, allorquando ha ad oggetto un diritto reale, prende il nome di *comunione pro indiviso*. Questo termine si usa per indicare il fenomeno della contitolarità da parte di più soggetti di un diritto su di uno stesso bene. Il diritto che può essere oggetto di comunione è sia quello di proprietà[[1]](#footnote-1), che ogni altro diritto reale, quali la superficie, l'enfiteusi, l'usufrutto, l'uso e l'abitazione).

Secondo l’opinione maggiormente accreditata[[2]](#footnote-2) il diritto di ciascuno dei contitolari investe l’intero bene (se due o più persone acquistano la proprietà di un bene in comunione, il diritto di ciascuno cade non su questa o quella parte del bene ma sulla sua totalità), seppure il relativo esercizio trovi necessariamente limite nell’esistenza dell’egual diritto degli altri compartecipi.

A ciascuno dei contitolari spetta una quota ideale sull’intero bene e detta quota è di regola disponibile[[3]](#footnote-3) (X potrà vendere la sua quota in qualunque momento) e segna la misura di facoltà, diritti e obblighi dei rispettivi titolari (tutti i contitlari dividono, in ragione della loro quota, i canoni di locazione, le spese di gestione, le imposte…)[[4]](#footnote-4).

La *comunione* si distingue dalla *società* per il fatto che, mentre i compartecipi alla comunione si limitano ad esercitare in comune il godimento di un determinato bene, i compartecipi alla società esercitano invece in comune un’attività economica volta alla produzione ed allo scambio di beni e servizi.[[5]](#footnote-5)

Il semplice godere dei frutti dell’immobile non è società ma semplice comunione.

La costituzione della comunione per quote è di tre tipi:

1. Volontaria: quando scaturisce dall’accordo dei futuri contitolari (due o più persone comprano un immobile insieme)
2. Incidentale: quando scaturisce senza un atto dei futuri contitolari diretto alla sua costituzione
3. Forzosa: quando scaturisce dall’esercizio di un diritto potestativo da parte di uno dei futuri contitolari

Si ribadisce che ciascun comproprietario ha il potere di disporre della propria quota (alienandola, ipotecandola, concedendola in usufrutto) mentre non può disporre delle quote altrui o della totalità.

Gli atti di disposizione del bene comune richiedono il consenso di tutti i contitolari.

*Multiproprietà*

Il termine multiproprietà indica un’operazione economica volta ad assicurare al multiproprietario un potere di godimento, che evoca quello che il codice riconosce al proprietario, su di un’unità immobiliare (completamente arredata e, normalmente, inserita in un più vasto insediamento turistico-residenziale, talora anche alberghiero e commerciale) ma solo per un determinato e normalmente invariabile periodo di ogni anno; mentre analogo potere, per restanti periodi, compete agli altri multiproprietari.

Per dare veste giuridica all’operazione, la prassi italiana (in assenza di una disciplina legislativa del fenomeno) ha fatto ricorso all’istituto della comunione:

1. A ciascun multiproprietario viene venduta, in forza di un normale rogito notarile di compravendita immobiliare, una quota in comproprietà *pro indiviso* di un complesso residenziale (comprendente il terreno lottizzato, l’insieme delle unità abitative, l’arredo, gli impianti necessari al godimento, i locali comuni, le infrastrutture…)
2. A ciascun multiproprietario viene fatto contestualmente accettare un “*regolamento della comunione”* che, in deroga al disposto dall’art. 1102, comma 1, c.c., il quale proclama il principio del cosiddetto “uso promiscuo” della cosa comune, prevede, da un lato, una divisione topografica del godimento del bene (il potere di godimento di ciascun multiproprietario viene limitato ad una *predeterminata unità abitativa* ed alle parti comuni del complesso residenziale) e, da altro lato, un frazionamento cronologico del detto godimento (il potere di godimento di ciascun multiproprietario viene limitato ad un prefissato periodo di ciascun anno).

Altre nazioni

*Joint Ownership*

In Gran Bretagna il Trustee Act[[6]](#footnote-6) limita ad un massimo di quattro persone i proprietari di un dato immobile. Questa restrizione è tipica dei paesi common law anglosassoni, infatti vale anche per molti stati americani. Per i paesi con sistemi di civil law come l’Italia o Germania, Francia e Svizzera invece questo tipo di limite non sussiste. In Francia e in Belgio, ad esempio, non vi sono limiti al numero di proprietari di un immobile. Il frazionamento dei diritti di proprietà è quindi, in apparenza, più conveniente nei paesi di civil law. Tuttavia i sistemi di civil law pongono grandi complessità nel trasferimento delle quote, ad esempio tramite l’interposizione di figure notarili che creano alti costi di commissione.

In Francia gli asset possono essere posseduti in comunione. In queste giurisdizioni è anche possibile avere il diritto esclusivo ed illimitato all’uso di un immobile senza esservi proprietario (usufrutto). Nella comunione, indipendentemente dalla quota di possesso, ogni proprietario ha diritti sulla totalità del bene. Le decisioni più importanti si devono prendere all’unanimità, nel caso di disaccordi questo può velocemente portare ad un’impasse. Tuttavia, ogni proprietario paga i debiti o le spese relative all’immobile solo in proporzione della sua quota. Se uno dei proprietari decide di vendere la propria quota, gli altri non possono opporsi ma hanno un diritto di prelazione sulla quota venduta. Se la quota non si riesce a vendere (perché né gli altri proprietari né un terzo ne hanno avuto interesse) il proprietario che vuole liquidare la sua quota può imporre la vendita dell’asset nella sua totalità. Questa situazione può essere evitata tramite un accordo preventivo che regola la comunione del bene che deve essere sottoscritto da un notaio.

*Suddivisione materiale dell’immobile*

Dipendentemente dal design e dall’architettura di un immobile, è possibile dividere un asset in particelle minori verticalmente o orizzontalmente con lo scopo di creare delle nuove unità immobiliari. In UK per suddividere un immobile in due o più unità bisogna prima di tutto ottenere un “planning permission”. Successivamente bisogna procedere con l’ottenere obbligatoriamente la “buillding regulation approval”.

*Tranching*

Se si suppone di avere la proprietà di un immobile commerciale messo in locazione ad una società per 10 anni per €1mln annuo, si può pensare di avere due componenti di valore. Il primo componente è il contratto di locazione; il secondo componente è il valore residuo dell’immobile alla fine della locazione. La locazione può essere a sua volta divisa in una componente di basso rischio di €250k (una cifra presa come esempio che indica il valore minimo a cui il proprietario dell’immobile possa trovare un nuovo affittuario) e una componente di alto rischio di €750k. Questi due ricavi vengono chiamate tranche (termine francese che indica una porzione di qualcosa). Il tranching immobiliare può essere raggiunto tramite un oculato design contrattuale da parte del locatario, senza dover dividere fisicamente la proprietà degli immobili. Il tranching solitamente viene usato nel contesto delle cartolarizzazioni (ad esempio per le Mortgage-Backed Securities).

*Syndication*

La syndication è una struttura tipica dei paesi anglosassoni. Si tratta di un accordo tra uno Sponsor e uno o più investitori. Lo sponsor si occupa di trovare e gestire gli asset, mentre gli investitori mettono a disposizione il capitale. Entrambi ottengono una quota dei profitti in base al tempo investito e all’ammontare di capitale. Negli Stati Uniti le strutture di syndacation si esplicano attraverso delle LLC (limited liability company) o LP (limited partnership).

Il limite principale che emerge da questa sintetica overview delle modalità di frazionamento della proprietà principale è la gestione e il controllo della totalità dell’asset. Se l’immobile viene diviso tra mille o più investitori, chi paga i costi di manutenzione? Chi si occupa amministrativamente di gestire l’immobile? È evidente che c’è sempre bisogno di un’entità intermedia che si occupi di gestire gli asset per conto degli investitori.

Inoltre altre problematiche sono la grande differenza fra le varie giurisdizioni internazionali, oltre che le miriadi di restrizioni presenti nelle varie istituzioni nazionali. È evidente che per creare un mercato secondario globale non è possibile tenere conto delle specificità di ogni nazione.

Normativa sui Security Token – Italia

La capitalizzazione di mercato degli asset digitali (come, ad esempio, le cryptovalute e i token non fungibili (NFT)) al 01/04/22 era di $2.14T[[7]](#footnote-7).

Figura X: All crypto market cap

Gli investitori si aspettano che i mercati finanziari, grazie all’azione degli organi di vigilanza, siano protetti dai rischi di frode e manipolazione; in campo di digital assets, i regolatori potrebbero intervenire ulteriormente per limitare le esternalità negative, come l’inquinamento prodotto dal mining dei bitcoin. La regolamentazione degli asset digitali incorpora delle complessità peculiari che possono essere sintetizzate come segue: non tutti i token sono uguali. Questo perché i digital assets sono di diversi tipi e incorporano proprietà diverse per fini diversi. La CFTC nel 2015 asserì “Bitcoin and other virtual currencies are encompassed in the [commodity] definition and properly defined as commodities.”[[8]](#footnote-8) Il ragionamento di base è che alcuni digital asset sono commodities che vengono usate come “store of value”, proprio come vengono utilizzati nei mercati finanziari l’oro e gli altri metalli preziosi. Ma al contrario dei digital asset, le commodities hanno anche degli usi che vanno oltre la riserva di valore; i metalli preziosi, per esempio, possono essere usati nei processi produttivi di prodotti elettronici o di gioielleria.

Altre istituzioni considerano i digital asset come delle valute (“currency”) senza però “legal tender status” vista la loro fungibilità, portabilità e divisibilità, come ad esempio la Financial Crimes Enforcement Network (FinCEN) che nel suo Notice of Proposed Rulemaking scrive:

“[Virtual currency] is a medium of exchange, such as cryptocurrency, that either has an equivalent value as currency, or acts as a substitute for currency, but lacks legal tender status. Blockchain-based types of [Virtual currency] (e.g., Bitcoin) are peer-to-peer systems that allow any two parties to transfer value directly with each other without the need for a centralized intermediary (e.g., a bank or [money transmitter business])”[[9]](#footnote-9).

Tuttavia la maggior parte degli asset digitali ha volatilità troppo alte per essere usate come delle valute per scambiare beni e servizi. Nessuno è disposto a sopportare il rischio di ricevere un pagamento inferiore del 10%, per esempio, nell’arco di un giorno, e cambiare conseguentemente il prezzo in modo continuo nell’arco di poche ore.

Alcuni asset, come i Security Token, possono offrire dei diritti di voto o di flussi di cassa futuri, non dissimilmente dai più convenzionali titoli finanziari come le azioni.

I prodotti con tali funzioni (e le infrastrutture create intorno a loro) sono tradizionalmente oggetto di regolamentazione per assicurare la protezione degli investitori e la stabilizzazione dei prezzi; la regolamentazione garantisce, o quanto meno prova a garantire, che gli investimenti siano eseguiti in modo equo ed efficiente affinché possano massimizzare la remunerazione.

Italia

“Il fenomeno di rapida evoluzione e diffusione delle Initial Coin Offering (ICO) interessa e rileva, ai fini istituzionali demandati alla Consob, 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. Si aggiunge che anche la rappresentazione dei rapporti giuridici in un “token” (c.d. “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. I token sono infatti di norma destinati a circolare in luoghi di scambio (exchange), in altri termini “mercati secondari” in cui i sottoscrittori iniziali possono disinvestire, così come realizzare eventuali minus/plus-valenze (in token), non sempre e soltanto legate agli andamenti dell'iniziativa imprenditoriale finanziata, ma anche al meccanismo della domanda e dell'offerta sul circuito di scambio. […] Vi sono tipologie di token che, per le peculiari caratteristiche, integrano la fattispecie degli strumenti finanziari o dei prodotti finanziari (investment-token o security-like-token). Altri token presentano un mix variabile di caratteristiche, tanto da venire definiti hybrid-token, e sono quelli di più difficile trattazione e inquadramento rispetto alle vigenti discipline. In particolare, tale ultimo insieme di token può presentare un apprezzabile contenuto di tipo finanziario oltre a essere collocati a investitori retail con offerte pubbliche.”[[10]](#footnote-10)

Dal testo sopra citato, derivante consultazione pubblica, aperta il 19 maggio 2019, denominata “Documento per consultazione sulle offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività” si evince come la Consob attribuisce ai token la natura di titoli.

Per la CONSOB un ICO condivide con una IPO l’elemento di essere destinata ad un pubblico di investitori dal numero potenzialmente indeterminato, oltre ad essere connotata da una serie di attività volte alla promozione/pubblicità dell’operazione. Le ICO si caratterizzano, rispetto a quanto tradizionalmente avviene per le offerte di strumenti finanziari, per:

* l’utilizzo della tecnologia blockchain, che permette di disintermediare le infrastrutture tipiche dei mercati dei capitali (es. banca depositaria, consorzio di collocamento, mercati secondari);
* lo strumento per il regolamento dei flussi finanziari, in quanto il pagamento dei token generalmente avviene con valute virtuali (es. Ethereum, Bitcoin) in luogo di moneta avente corso legale;
* la pubblicità e promozione tramite world wide web, che consente l’utilizzo della rete per dare luogo sia a forme di promozione che di raccolta su base transfrontaliera, senza alcun vincolo territoriale né per quanto attiene alla figura dell’emittente né per quella del promotore;
* la pubblicazione di un c.d. white-paper in luogo di un prospetto, nel quale vengono riportate le principali caratteristiche dell’operazione e dell’oggetto dell’offerta.

Se quindi le cripto-attività sono qualificabili come strumenti finanziari trasferibili o altri tipi di strumenti finanziari, ai sensi della Direttiva MIFID II, si applica tutta la disciplina prevista.

Dunque, in caso di ICO, si deve prevedere l’applicazione delle seguenti norme:

* Direttiva sul prospetto (2003/71/EC) ed il regolamento sul prospetto (2017/1129)
* MIFID II (2014/65/EU)
* Trasparency Directive (2013/50/EU)
* Direttiva sul Market Abuse (596/2014/EU)
* Regolamenti sullo Short Selling (236/2012/EU)
* Central Security Depositories (909/2014/EU)
* Direttiva Settlement Finality (98/26/CE)
* Direttiva su AIFMD (n. 2011/61/EU)
* Direttiva sugli schemi di compenso degli investitori (n. 97/9/CE)
* Direttiva su antiriciclaggio o contro il finanziamento del terrorismo (n. 2018/843/EU)

Le norme italiane di riferimento per le offerte al pubblico si trovano agli articoli 93-bis e seguenti del TUF, quelle della prestazione dei servizi di investimento (e nello specifico quella della promozione e collocamento a distanza ex art. 32 TUF e della consulenza in materia di investimenti) quella della gestione collettiva del risparmio (nel caso di gestione in monte delle risorse raccolte), quella del crowdfunding ex art. 50-quinquies TUF, nel caso in cui i token rappresentino strumenti finanziari emessi da PMI.

Per quanto riguarda le piattaforme per le offerte di cripto-attività:

“Allo stato, gli operatori meglio posizionati per poter offrire professionalmente assistenza nella realizzazione delle offerte di cripto-attività a un numero potenzialmente indeterminato di investitori appaiono, in ambito domestico, i gestori di portali per la raccolta di capitali di rischio autorizzati ai sensi dell’art. 50-quinquies del d. lgs. N. 58 del 1998 (TUF) e la cui attività è disciplinata con il regolamento Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 (Regolamento Crowdfunding). Potrebbe altresì prevedersi che soggetti diversi, purché in possesso di requisiti soggettivi richiesti all’anzidetta categoria di gestori di portali di crowdfunding, possano gestire piattaforme per le offerte di cripto-attività. Ciò al fine di non precludere lo sviluppo di modelli di business alternativi, in cui cioè il soggetto gestore intenda specializzarsi, pur nel rispetto di requisiti soggettivi analoghi a quanto ritenuto congruo per i gestori di portali di crowdfunding, soltanto al settore delle initial coin offerings. In tale quadro, ai soggetti che siano già autorizzati allo svolgimento dell’attività di gestione di portali per il crowdfunding potrebbe essere consentito di gestire piattaforme per le offerte di criptoattività, a condizione che ne venga data preventiva comunicazione alla Consob (la quale conduce le istanze per l’autorizzazione dei predetti soggetti), e che l’attività connessa con la promozione di offerte di cripto-attività venga in qualche modo tenuta distinta da quella connessa con le offerte di crowdfunding (ad esempio, al gestore potrebbe essere richiesto di istituire e gestire piattaforme distinte per l’una e l’altra attività).”[[11]](#footnote-11)

Per loro quindi, oltre ai regolamenti sopracitati, si aggiunge la necessità di rispettare le seguenti regolamentazioni:

* European Market Infrastructure Regulation (648/2012 EU)
* Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities (438/2015 EU)

La Consob ha quindi spiegato chiaramente che è possibile scambiare cripto-attività sul mercato secondario tramite le cosiddette trading venues, quindi in sedi di negoziazione tipizzate e autorizzate ai sensi di MIFID II per lo scambio di strumenti finanziari e non su piattaforme prive di tale status.

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”.

*Valore legale delle transazioni DLT*

L’emissione di Security Token è un’attività legalizzata in Italia a seguito dell’introduzione nell’ordinamento italiano delle tecnologie DLT e Smart Contract, come previsto dalla legge 12/2019 di conversione del D.L. n. 135/2018. A livello comunitario l’ESMA si rimette all’autonomia normativa delle National Competent Authorities (NCA) e pertanto sarà necessario il parere positivo di Consob per l’emissione di tali nuovi alternativi strumenti finanziari.[[12]](#footnote-12)

Con la conversione in legge del Decreto Semplificazioni era stato riconosciuto il valore giuridico delle certificazioni tramite blockchain e degli smart contract.

Ai sensi dell’Art. 8-ter Tecnologie basate su registri distribuiti e smart contract D.L. 135/2018 convertito in Legge 12/2019:

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

Va premesso che le linee guida dell’Agenzia per l’Italia digitale menzionate al comma 2 ancora non sono state pubblicate.

Il legislatore non ha voluto operare una distinzione fra smart contract in generale da un lato, intesi come generici programmi informatici che operano secondo una logica causale, e smart contracts aventi rilevanza giuridica. Similarmente non viene fatta alcuna differenza fra smart contract che automatizzano un accordo preesistente e smart contract che costituiscono il rapporto fra le parti.

Ai sensi dell’art. 1321 c.c. il contratto viene definito come “l’accordo di due o più parti per costituire, regolare o estinguere tra loro un rapporto giuridico patrimoniale” e ai sensi dell’art. 1376 c.c. vige il principio consensualistico per cui gli effetti si producono in virtù di una legittima manifestazione del consenso delle parti.

Al comma 3 ci si riferisce al “documento informatico”. Nell’ordinamento giuridico italiano non c’è una definizione di documento, il Prof. Francesco Carnelutti (eminente avvocato e giurista italiano vissuto tra il 1879 e il 1965 a cui viene riconosciuto il merito di aver posto le fondamenta sulle quali poggia l’ediﬁcio concettuale del sistema della prova civile) lo definì come la “cosa che fa conoscere un fatto”[[13]](#footnote-13). È importante definire il documento poiché molti rami dell’ordinamento italiano si basano sulla parola “documento”, come ad esempio l’art. 234 del codice di procedura penale che consente l’acquisizione “di scritti o di altri documenti che rappresentano fatti, persone o cose mediante la fotograﬁa, la cinematograﬁa, la fonograﬁa o qualsiasi altro mezzo”.

Natalino Irti definisce il documento come la “res signata (un oggetto percepibile, recante segni), onde è dato pronunciare il giudizio di esistenza di un fatto, che sia sussumibile sotto un tipo normativo”[[14]](#footnote-14).

Daniela Di Sabato successivamente invece disse che il documento è “qualsiasi supporto visivo, fonico, magnetico o cartaceo sul quale sono impressi segni comunicativi in grado di essere percepiti dall’uomo direttamente o attraverso l’impiego di particolari strumenti”[[15]](#footnote-15).

Ciò che appare essenziale in ciascuna delle sopra riportate definizioni del documento è da un lato il supporto fisico, materiale, destinato ad ospitare ed incorporare la rappresentazione di un fatto, dall’altro lato l’esistenza di segni che manifestano una data realtà esterna giuridicamente rilevante (segni che assumono, nell’ipotesi di documento grafico, la veste di dichiarazione, ovverossia di un fatto di linguaggio).

“Nessuno degli autori che si è occupato della materia ha affermato che il supporto materiale del documento debba necessariamente essere un supporto cartaceo: al contrario, è affermazione unanime ed incontrastata che qualsiasi materia può costituire la base del documento.”[[16]](#footnote-16)

“Poiché il più antico e ancora il più diffuso tra i mezzi documentali è la scrittura e, oggi, la materia sulla quale si scrive è la carta, per lo più il documento è cartaceo ... Ma il vero è che qualunque materia, atta a formare una cosa rappresentativa, può entrare nel documento: tela, cera, metallo, pietra e via dicendo”.[[17]](#footnote-17)

Tuttavia, è possibile risalire a quelli che sono gli elementi essenziali del documento che possono interessare al giurista:

* La forma scritta, richiesta per finalità probatorie o per la stessa validità dell’atto giuridico (ad esempio art. 1350 c.c. compravendita immobiliare)
* Il contenuto ovvero l’espressione di una volontà negoziale che dà forma all’atto giuridico estrinsecandolo in una forma scritta
* La sottoscrizione (individua l’autore del documento e la paternità)
* La data (che in alcuni casi viene attestata per maggiore sicurezza, es: atti pubblici, scritture private autenticate)

Nessuna norma disciplina il tipo di linguaggio che occorre utilizzare per potersi avere scrittura privata: conseguentemente si è ritenuto, in dottrina e giurisprudenza, che anche il crittogramma, o messaggio segreto o in cifra, in quanto sottoscritto, sia scrittura privata, astrattamente idonea ad essere oggetto di perizia per scoprirne la chiave.

L’Italia è stato uno dei primi paesi nel mondo a riconoscere la validità e rilevanza giuridica del documento informatico sancendo il principio di equivalenza con il documento analogico.

Art. 15, comma 2 della Legge 15 marzo 1997 n. 59:

“Gli atti, dati e documenti formati dalla pubblica amministrazione e dai privati con strumenti informatici o telematici, i contratti stipulati nelle medesime forme, nonché la loro archiviazione e trasmissione con strumenti informatici sono validi e rilevanti a tutti gli effetti di legge”.

Nel 2005 poi si è data una esplicita definizione di documento informatico con l’art. 1 lettera (p) del d.lgs 82/2005 (Codice dell’Amministrazione Digitale):

“il documento elettronico che contiene la rappresentazione informatica di atti, fatti o dati giuridicamente rilevanti”.

Nel 2014 è venuto poi in soccorso il regolamento UE n. 910/2014 (eiDAS) con la definizione di documento elettronico all’art. 3, punto 35 (si ricorda che un regolamento è un atto legislativo vincolante. Deve essere applicato in tutti i suoi elementi nell'intera Unione europea):

“qualsiasi contenuto conservato in forma elettronica, in particolare testo o registrazione sonora, visiva o audiovisiva”.

E lo stesso regolamento precisa all’art. 46:

“A un documento elettronico non sono negati gli effetti giuridici e l’ammissibilità come prova in procedimenti giudiziali per il solo motivo della sua forma elettronica”.

Ai sensi dell'art. 20, comma 1-bis, D.lgs. 7 marzo 2005, n. 82 si sancisce la validità ed efficacia probatoria dei documenti informatici:

“Il documento informatico soddisfa il requisito della forma scritta e ha l'efficacia prevista dall'articolo 2702 del Codice civile quando vi è apposta una firma digitale, altro tipo di firma elettronica qualificata o una firma elettronica avanzata o, comunque, è formato, previa identificazione informatica del suo autore, attraverso un processo avente i requisiti fissati dall'AgID ai sensi dell'articolo 71 con modalità tali da garantire la sicurezza, integrità e immodificabilità del documento e, in maniera manifesta e inequivoca, la sua riconducibilità all'autore. In tutti gli altri casi, l'idoneità del documento informatico a soddisfare il requisito della forma scritta e il suo valore probatorio sono liberamente valutabili in giudizio, in relazione alle caratteristiche di sicurezza, integrità e immodificabilità. La data e l'ora di formazione del documento informatico sono opponibili ai terzi se apposte in conformità alle Linee guida.”

Quindi, dal momento che, per il comma 3 dell’Art. 8-ter del D.L. 135/2018 le transazioni rientrano nella definizione di documento informatico (Art. 1 lettera (p) del d.lgs 82/2005) e di documento elettronico (Art. 3 del regolamento UE n. 910/2014), i dati salvati sulla blockchain hanno valore probatorio salva la necessità di dare prova specifica che la firma usata per la sottoscrizione della transazione o dello smart contract sia effettivamente riferibile al soggetto giuridico su cui si vorrebbe porre la relativa responsabilità.

*Esenzioni*

Il regolamento (UE) 2017/1129 (il regolamento Prospetto), integrato dai regolamenti delegati (UE) 2019/979, 2019/980 e 2019/528, punta ad aiutare le imprese, comprese le piccole e medie imprese (PMI), ad accedere a differenti forme di finanziamento nell’Unione europea. Ciò avviene attraverso la semplificazione e l’ottimizzazione delle disposizioni e delle procedure per la redazione l’approvazione e la distribuzione del prospetto che pubblicano quando emettono titoli tramite offerta pubblica o ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato.

Il regolamento:

* elimina la necessità del prospetto per tutte le offerte di titoli al pubblico, compresi i progetti in crowdfunding (raccolta di fondi da un gruppo numeroso di persone, spesso tramite internet) inferiori a 1,000,000 EUR
* consente agli Stati membri di esentare le offerte di titoli fino a 8,000,000 EUR dall’obbligo di un prospetto, a condizione che non siano subordinate a notifica («passaporto»)
* consente alle società che emettono titoli frequentemente di usufruire del documento di registrazione universale per ottenere l’approvazione in tempi rapidi da parte dei supervisori entro cinque giorni

La Consob ha emanato in data 20 novembre 2018 la delibera n. 20686/2018 che modifica il Regolamento n. 11971/99 (“Regolamento Emittenti”) con riferimento alla soglia di esenzione dall’obbligo di pubblicazione di un prospetto informativo per le offerte al pubblico, che è stata incrementata a 8 milioni di euro.

In tale delibera la Consob ha modificato l’articolo 72, comma 1-bis del Regolamento Emittenti e integrato lo schema 2 dell’Allegato 3A al Regolamento Emittenti, prevedendo che nella relazione illustrativa dell’organo amministrativo preliminare alla delibera di aumento di capitale mediante offerta al pubblico per un importo inferiore a 8 milioni di euro siano incluse anche le seguenti informazioni:

1. La stima a data aggiornata del capitale circolante netto dell’emittente o del gruppo (inteso come differenza tra attivo corrente e passivo corrente), determinata senza tener conto dei proventi o degli effetti (ad es. conversione di debiti in capitale) rivenienti dall’operazione in parola. La stima del capitale circolante netto potrà essere riferita all’ultima rendicontazione contabile approvata dall’emittente; in tal caso, riportare una dichiarazione, anche con formulazione negativa, in merito alle variazioni significative eventualmente intervenute successivamente
2. La stima del fabbisogno finanziario netto dell’emittente o del gruppo, ulteriore a quello eventualmente connesso al precedente punto 1, per i dodici mesi successivi alla data prevista di inizio dell’offerta, determinata senza tener conto dei proventi o degli rivenienti dalla citata operazione
3. La descrizione delle modalità di finanziamento del fabbisogno finanziario complessivo di cui ai suddetti punti 1 e 2. In particolare devono essere fornite le considerazioni degli amministratori circa la congruità dei proventi netti per cassa rivenienti dall’offerta in parola rispetto al citato fabbisogno finanziario complessivo dell’emittente o del gruppo. Ove le risorse rivenienti dall’offerta siano inferiori rispetto al complessivo fabbisogno finanziario corrente del gruppo, deve essere fornita la descrizione degli ulteriori interventi previsti/posti in essere per fronteggiare gli impegni a breve dell’emittente o del gruppo
4. le destinazioni, per quanto possibile in ordine di priorità, dei proventi dell’operazione ulteriori rispetto a quella funzionale alla copertura del citato fabbisogno finanziario corrente.

Nei casi in cui le operazioni siano deliberate da organi diversi dall’assemblea dei soci, è previsto inoltre che le informazioni vengano fornite altresì nei comunicati price sensitive diffusi ad esito delle delibere del relativo organo.

*Crowdfunding*

L’Italia è stato il primo paese in Europa essersi dotato di una normativa specifica e organica relativa al solo equity crowdfunding. Nella maggior parte dei Paesi in cui operano portali di crowdfunding il fenomeno non è soggetto a regolamentazione ed è fatto pertanto rientrare nell'ambito di applicazione di discipline già esistenti (appello al pubblico risparmio, servizi di pagamento, etc.).

È noto come il tessuto produttivo italiano sia fondato sulle piccole imprese. Sono anche note le difficoltà che incontrano queste imprese, soprattutto dopo la crisi del 2008, a ottenere finanziamenti dalle banche. Difficoltà ancora maggiori riscontrano le imprese neo costituite, meglio conosciute come start-up.

Proprio a un particolare tipo di start-up (quelle innovative) sono dedicate alcune norme introdotte dal decreto legge n. 179/2012 (convertito nella legge 17 dicembre 2012, n. 221) recante "Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese" (noto anche come "Decreto crescita bis"). Lo stesso titolo del "Decreto crescita bis" aiuta a capire è stato adottato con lo scopo di fornire uno stimolo alla crescita economica italiana. Nel complessivo disegno del legislatore, l'equity crowdfunding è visto come uno strumento che può favorire lo sviluppo delle start-up innovative attraverso regole e modalità di finanziamento in grado di sfruttare le potenzialità di internet.

Il Decreto ha delegato alla Consob il compito di disciplinare alcuni specifici aspetti del fenomeno con l'obiettivo di creare un "ambiente" affidabile in grado, cioè, di creare fiducia negli investitori. La Consob ha adottato il nuovo regolamento il 26 giugno 2013.

L’art. 30 del Decreto-Legge 18 ottobre 2012, n. 179 inserisce nel TUF (Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58) l’art. 100-ter riguardante le offerte attraverso portali per la raccolta di capitali recante la seguente disposizione:

“1. Le offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali possono avere ad oggetto soltanto la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dalle piccole e medie imprese, come definite dall’articolo 61, comma 1, lettera h), dalle imprese sociali e dagli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese. Le offerte relative a strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese devono avere un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell’articolo 100, comma 3, lettera c.”

Inoltre, come indicato dall’art. 24, comma 2 e 2-ter, del Regolamento Consob n. 18592/2013 una campagna di crowdfunding, per essere valida, deve essere sottoscritta per almeno il 5% dell'importo da parte di investitori istituzionali (banche, fondi di investimento, fondazioni, incubatori e simili). Tuttavia per le «offerte effettuate da piccole e medie imprese in possesso della certificazione del bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato, relativi agli ultimi due esercizi precedenti l'offerta, redatti da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili» tale soglia è stata ridotta al 3%.

Le piccole e medie imprese ai fini della disposizione su citata si definiscono nel seguente modo:

* società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell’esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a €43,000,000 EUR e fatturato netto annuale non superiore a €50,000,000; oppure
* un’impresa che ha una capitalizzazione di borsa media inferiore a €200,000,000 sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili;

L’art. 50-quinquies del TUF si riferisce ai gestori di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali e anche fa parte del framework normativo relativo al Crowdfunding:

“1. È gestore di portali il soggetto che esercita professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali ed è iscritto nel registro di cui al comma 2.

2. L’attività di gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali è riservata alle Sim, alle imprese di investimento UE, alle imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, ai gestori di cui all’articolo 1, comma 1, lettera q-bis), limitatamente all’offerta di quote o azioni di Oicr che investono prevalentemente in piccole e medie imprese e alle banche, autorizzati ai relativi servizi di investimento, nonché ai soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob, a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche, Sim, imprese di investimento UE e imprese di paesi terzi diverse dalla banche, e gli ordini riguardanti azioni o quote degli Oicr ai relativi gestori. Ai soggetti iscritti in tale registro non si applicano le disposizioni della parte II, titolo II, capo II e dell’articolo 32”

Le piattaforme possono istituire delle bacheche elettroniche “per la pubblicazione delle manifestazioni di interesse alla compravendita di strumenti finanziari, che siano stati oggetto di offerte concluse con successo nell’ambito di una campagna di crowdfunding svolta sul proprio portale.”[[18]](#footnote-18)

Tuttavia le piattaforme devono limitarsi a comunicare in forma riservata i dati relativi ai soggetti interessati al trasferimento degli strumenti finanziari, mentre non possono svolgere attività volte ad agevolare l’incontro della domanda ed offerta degli strumenti finanziari presenti nella bacheca elettronica.

1. Art. 832 Codice Civile [↑](#footnote-ref-1)
2. Cassazione civile Sez. VI-2 ordinanza n. 1650 del 28 gennaio 2015 [↑](#footnote-ref-2)
3. Art. 1103, comma 1, Codice Civile [↑](#footnote-ref-3)
4. Art. 1101, comma 2, Codice Civile [↑](#footnote-ref-4)
5. Art. 2082 e 2247 Codice Civile [↑](#footnote-ref-5)
6. UK Legislation, Trustee Act 1925 [↑](#footnote-ref-6)
7. CoinMarketCap, “Home,” https://coinmarketcap.com/ (aprile 2022). [↑](#footnote-ref-7)
8. In the Matter of: Coinflip, Inc., d/b/a Derivabit, and Francisco Riordan, CFTC Docket No. 15-29 [↑](#footnote-ref-8)
9. Requirements for Certain Transactions Involving Convertible Virtual Currency or Digital Assets, Financial Crimes Enforcement Network (“FinCEN”), 23/12/2020 [↑](#footnote-ref-9)
10. Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività, Documento per la Discussione, CONSOB (2019) [↑](#footnote-ref-10)
11. Ibid. [↑](#footnote-ref-11)
12. European Securities and Markets Authority, Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, ESMA50-157-1391 (2019) [↑](#footnote-ref-12)
13. F. Carnelutti, Documento – Teoria moderna, in Noviss. Dig. It., Torino, 1960, pp. 85 e ss. [↑](#footnote-ref-13)
14. N. Irti, Sul concetto giuridico di documento, in Riv. trim. dir proc. civ. 1969,. 484 ss [↑](#footnote-ref-14)
15. D. Di Sabato, Il documento contrattuale, Giuffrè 1998 [↑](#footnote-ref-15)
16. Gaetano Petrelli, Documento Informatico, Contratto In Forma Elettronica E Atto Notarile [↑](#footnote-ref-16)
17. F. Carnelutti, Documento – Teoria moderna, in Noviss. Dig. It., Torino, 1960 [↑](#footnote-ref-17)
18. Art. 25-bis, comma 1, Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line, n delibera n. 18592 del 26 giugno 2013, CONSOB [↑](#footnote-ref-18)