

FINTECH: THE STATE OF THE ART (WHAT TO EXPECT IN 2019)



LE CRIPTOVALUTE

Cosa sono?
Come vengono qualificate?
La criptovaluta più diffusa: i bitcoin
Qualificazione giuridica dei bitcoin



LE ICO E I TOKEN

Cosa sono le ICO e i token?
La qualificazione della SEC
In Italia
Il peer-to-peer lending.

Cosa s'intende per Fintech?

Con il termine Fintech ci si riferisce alla Financial Technology, ossia all'offerta di servizi di finanziamento, di pagamento, di investimento e di consulenza ad alta intensità tecnologica, che comportano forti spinte innovative nel mercato dei servizi finanziari. Il Fintech è quindi un settore in cui agiscono operatori che usano la tecnologia per rendere i sistemi finanziari più efficienti o, in taluni casi, per offrire servizi e/o beni del tutto nuovi.

Tra le molte applicazioni del Fintech, se ne possono individuare almeno tre di particolare interesse (anche in ragione del successo ottenuto):

- . la blockchain e le valute digitali o cripto-valute;
- . le c.d. Initial Coin Offering (ICO) e i token;
- . il peer-to-peer lending.

Cos'è la blockchain?

La blockchain è una tecnologia che permette la creazione e gestione di un grande database distribuito per la gestione di transazioni condivisibili tra più nodi di una rete.

La blockchain può essere efficacemente immaginata come un "registro" crittografato, nel quale la potenza di calcolo immessa dai "nodi" connessi alla rete consente di elaborare e registrare le transazioni che vengono eseguite sulla rete medesima.

Il risultato è che, paradossalmente, la gestione diffusa del registro ne assicura univocamente l'autenticità.

Sicuro	La blockchain è un database condiviso, decentralizzato, distribuito e criptato con precise regole di sicurezza.
Basato sul consenso	La blockchain è un archivio aperto a tutti i partecipanti che può essere modificato solo con il consenso di tutti i partecipanti.
Immutabile	La blockchain è un database in grado di garantire la assoluta immutabilità e incorruttibilità di tutte le informazioni.
Trasparente	La blockchain è aperta e trasparente, tutti i partecipanti possono vedere tutto, in qualsiasi momento.

Tipologie di blockchain

Esistono tre tipologie di blockchain:

.pubbliche (c.d. permissionless): sono liberamente accessibili a chiunque. Non ci sono restrizioni circa la lettura delle transazioni, l'effettuazione delle stesse e la possibilità di partecipare al meccanismo del consenso;

.ibride: il meccanismo di consenso sulle



transazioni è controllato da un insieme di nodi preselezionati.

.private (c.d. permissioned): una blockchain privata è una blockchain in cui le autorizzazioni di scrittura e di lettura vengono gestite da uno o più soggetti selezionati. Si tratta di una blockchain chiusa in cui la partecipazione al network è autorizzata solo a determinati soggetti e non è accessibile pubblicamente.



Cosa sono?

Le criptovalute sono delle monete virtuali che permettono di compiere operazioni in sicurezza e anonimato. Esse possono essere considerate come degli strumenti digitali che basano il proprio funzionamento sui principi della crittografia. Le criptovalute sono state pensate con lo scopo di eliminare l'intermediario finanziario che emette denaro contante e per questo sono svincolate da qualsiasi tipo di autorità.

La categoria delle monete virtuali è molto ampia ed eterogenea poiché ognuna si dota di uno schema che ne regola l'utilizzo e che può differire sensibilmente da quello di altre monete virtuali.

Un possibile modo per classificarle è quello proposto dalla BCE, che distingue 3 tipi basati sulla modalità di interazione con le monete correnti e con l'economia reale:

1. moneta virtuale chiusa: moneta che non ha interazioni con l'economia reale.

Non è previsto il suo acquisto o la sua conversione in denaro reale e può, dunque, essere acquisita unicamente tramite attività on-line e può essere spesa solo per acquisti di beni virtuali o servizi offerti all'interno di una comunità virtuale;

2. moneta virtuale unidirezionale: moneta virtuale che può essere acquistata anche con denaro reale ad un tasso di cambio fissato per essere utilizzata per acquistare beni o servizi virtuali o reali, ma che non può essere convertita nuovamente in moneta reale;

3. moneta virtuale bidirezionale: moneta virtuale pienamente convertibile che le persone possono acquistare o vendere secondo tassi di cambio ufficiali con le valute reali e che possono essere utilizzate per acquistare beni e servizi reali o virtuali (i bitcoin ne sono un esempio).

Come vengono qualificate?

La BCE ha già in passato analizzato alcuni potenziali rischi delle monete virtuali ([1]) e ha suggerito la loro definizione in termini di «valute virtuali», ossia «rappresentazioni digitali di valore» non emesse da una banca centrale o da un'autorità pubblica e non necessariamente collegate a moneta corrente, ma utilizzate come mezzo di scambio e che possono essere trasferite, conservate o commercializzate elettronicamente.

La Banca Mondiale, in un proprio report del 2017 ha aderito alla definizione di valuta virtuale, distinguendola dalla moneta elettronica e chiarendo che le criptovalute sono valute virtuali che fanno affidamento su tecniche crittografiche per raggiungere il consenso.

In Italia, la prima regolamentazione delle criptovalute è contenuta all'interno del D. Lgs. 25 maggio 2017, n. 90. Esso contiene la definizione di valuta virtuale e regola l'attività dei prestatori di servizi inerenti alla stessa sotto il profilo dell'estensione di alcuni obblighi già previsti per altri operatori del settore finanziario. In particolare, si prevede che coloro che intendono svolgere, in via professionale, servizi funzionali all'utilizzo, scambio e conservazione delle valute virtuali, devono iscriversi in un'apposita Sezione del registro dei cambiavalute.

Oltre alla definizione contenuta nella norma, alcuni interventi di organi giurisdizionali ed Autorità di controllo hanno tentato di regolare il fenomeno:

. la Consob è intervenuta nel 2017 per vietare l'offerta in Italia dei servizi inerenti alle criptovalute;

. il Tribunale di Verona (sentenza del 24 gennaio 2017) ha dedotto la natura contrattuale delle operazioni e definito l'attività di intermediazione di criptovalute come «attività professionale di prestazioni di servizi a titolo oneroso, svolte in favore di consumatori». In questo modo, la società convenuta avrebbe assunto la qualifica di fornitore di servizio finanziario ai sensi del Codice del Consumo, stipulando un contratto a distanza per collocare i bitcoin e determinando l'applicabilità della disciplina sugli obblighi informativi;

.il Tribunale di Brescia (sentenza del 18 luglio 2018) ha rigettato il ricorso di un amministratore di una società a responsabilità limitata avverso il rifiuto del notaio di iscrivere al Registro delle imprese una delibera di aumento del capitale da liberarsi in conferimenti in natura ([2]).



La criptovaluta più diffusa: i bitcoin

I bitcoin rappresentano la prima forma compiuta di contante digitale appartenente al genus delle criptovalute. Il vantaggio è l'assenza di costi di intermediazione, sia che si tratti di banche sia di camere di compensazione. Questo significa che le commissioni sul trasferimento del valore digitale sono pressoché irrisorie.

L'acquisto e la vendita di bitcoin avviene tramite un exchange, cioè una piattaforma multimediale di scambio tramite cui è possibile trasformare il valore digitale in proprio possesso in moneta avente corso legale attraverso il successivo accredito in conto corrente delle somme di denaro convertite; oppure attraverso trattative private tra gli utenti bitcoin, ma in questo caso senza garanzia che il corrispettivo versato in moneta legale corrisponda alla valuta virtuale desiderata e viceversa, stante l'assenza di un soggetto qualificato come l'exchanger, in grado di garantire la transazione.

I bitcoin sono gestiti dall'utilizzatore mediante un portafoglio digitale (c.d. wallet), installato su di un personal computer o su di un dispositivo mobile dal quale è possibile eseguire il pagamento della merce o del servizio acquistato. Questo è direttamente collegato alla blockchain che tiene traccia di tutti gli spostamenti monetari evasi e accreditati ad ogni borsellino elettronico.



Qualificazione giuridica dei bitcoin

La loro natura e funzione è controversa. Al riguardo, la Banca d'Italia ha pubblicato (il 30 gennaio 2016) un prospetto informativo in cui ha richiamato l'attenzione degli utilizzatori di valute virtuali in quanto l'acquisto, il possesso o lo scambio di valute virtuali possono comportare rischi significativi, anche in ragione della mancanza di una disciplina ad hoc che possa vincolare le piattaforme di scambio agli obblighi informativi previsti in tema di prestazione di servizi finanziari.

Dal documento informativo della Banca d'Italia non traspare tuttavia alcuna qualificazione giuridica del fenomeno.

A riguardo le strade percorribili potrebbero essere diverse:

Se il bitcoin fosse moneta?



Tesi favorevole	Essendo la moneta un fenomeno sociale, le parti sono libere di stabilire come disciplinare le proprie transazioni. Da ciò consegue che il bitcoin debba considerarsi moneta, seppur non avente corso legale.
Tesi contraria (c.d. statalista)	Il bitcoin non è una moneta perché per tale può dirsi solo quella creata e adottata da uno Stato che ne garantisce la circolazione e ne obbliga l'accettazione a pena di contravvenzione.

Se il bitcoin fosse strumento finanziario?



Tesi favorevole	La nozione di "prodotto finanziario" risulta sufficientemente ampia da ricomprendere ogni strumento che sia idoneo alla raccolta del risparmio, comunque denominato o rappresentato, purché rappresentativo di un impiego di capitale. I caratteri distintivi dell'investimento di tipo finanziario sono: (i) un impiego di capitale, riconducibile generalmente al denaro; (ii) un'aspettativa di rendimento; (iii) un rischio proprio dell'attività prescelta, direttamente correlato all'impiego di capitali. Il bitcoin quando assume la funzione di strumento di investimento deve essere disciplinato dalle norme in tema di intermediazione finanziaria ovvero dal Codice del Consumo.
Tesi contraria	La definizione di strumento finanziario contenuta nel d.lgs. n. 58/1998 TUF all'art. 1-bis, 2° comma non comprende i mezzi di pagamento, che sono espressamente esclusi dalla nozione (art. 1-bis, 4° comma TUF). Sebbene poi la più ampia nozione di "prodotto finanziario" contenuto nello stesso articolo 1, 1° comma, lett. u), di cui lo "strumento finanziario" costituisce una species, comprenda gli "strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria", il successivo elenco, a carattere tassativo, esclude che vi si possano includere strumenti non espressamente previsti.

Se il bitcoin fosse strumento finanziario?



Tesi favorevole	Si potrebbe qualificare il bitcoin quale bene giuridico meritevole di tutela per gli interessi economici che sottende, e cioè di che può essere fatto oggetto di diritti ex art. 810 c.c.
Tesi contraria	I limiti del nostro ordinamento, ancora troppo legato ad una nozione di cosa corporale e di bene materiale, rischiano di non consentire una sicura e piena inclusione del bitcoin nella sfera del diritto proprietario a causa della sua intrinseca natura, talmente immateriale da rimanere addirittura diffusa all'interno di una rete di comunicazione elettronica ad architettura distribuita.

LE ICO E I TOKEN



Cosa sono le ICO e i token?

Uno dei più importanti e dibattuti aspetti delle criptovalute è quello relativo al loro collocamento sul mercato tramite particolari procedure che sono state denominate "Initial Coin Offering".

Le ICO sono una nuova forma di reperimento di capitali sul mercato. In concreto una ICO si attua con la vendita di token ([3]) da parte della start-up che cerca risorse sul mercato.

La proposta di investimento si attua attraverso la "vendita" di token e l'investimento viene stimolato sulla base della presentazione di un piano industriale o di un progetto di impresa (c.d. whitepaper). I token, oggetto dell'investimento, possono essere a tutti gli effetti scambiati e, come le azioni di una società quotata, possono vedere variare il loro valore nominale in funzioni di molteplici fattori, a partire dall'andamento del progetto presentato e delle oscillazioni delle criptovalute.



La qualificazione della SEC

Tali procedure non hanno ancora ricevuto una regolamentazione specifica.

Le diverse Autorità di controllo del mercato, in coincidenza della maggior diffusione del fenomeno delle ICO, hanno concentrato l'attenzione sullo stesso, cercando di definirne i contorni e di sottoporre tali pratiche alle regole vigenti in materia di mercati finanziari.

In particolare, la SEC ha optato per l'applicabilità alle ICO della Securities Law in ragione del fatto che:

. per l'applicazione di detta normativa non è necessario che l'investimento sia monetario, ma può essere effettuato con altra tipologia di contribuzione di valore;

. l'investimento in token viene effettuato con un'aspettativa di profitto;

. l'aspettativa di ritorno dell'investimento dipende da sforzi gestionali altrui.

Tali considerazioni hanno indotto la SEC a qualificare i token quali strumenti finanziari, con conseguenti obblighi di registrazione sia per l'emittente con riguardo alle offerte e alle vendite degli strumenti sia per i soggetti che offrono piattaforme di scambio di token, tenuti a registrarsi quali «national securities exchange».

In italia

Al fine di esaminare la disciplina applicabile a ciascuna ICO è necessario distinguere le diverse tipologie dei diritti che l'acquisto del token assicura al suo titolare.

<p>Token di classe 1 - Non conferisce diritti nei confronti di alcun soggetto ed è dotato delle caratteristiche tipiche della valuta virtuale.</p>	<p>La realizzazione di una ICO su token di classe 1 richiede che la vendita del token avvenga tramite soggetti autorizzati alle attività di cambio valuta i quali provvedano all'adempimento degli obblighi previsti dalla disciplina antiriciclaggio.</p>
<p>Token di classe 2 - Conferiscono al titolare del token un diritto o verso il soggetto emittente o verso terzi.</p>	<p>. Token che conferiscono il diritto ad un pagamento specifico o a pagamenti futuri: si dovrebbe optare per l'applicabilità del TUF e delle norme inerenti alla raccolta di pubblico risparmio. Qualora si tratti di offerta di strumenti partecipativi al capitale di rischio, inoltre, una ICO collocata attraverso un exchange potrebbe essere in conflitto con la legge italiana sul c.d. equity crowdfunding (con conseguente necessità di operare tramite portali autorizzati).</p> <p>. Token per la prestazione di servizi o il ricevimento di beni e token rappresentativi di asset che non siano strumenti finanziari o partecipativi (per analogia simili al crowdfunding): applicabilità del Codice del Consumo nonché delle singole normative che disciplinano la specifica prestazione dedotta nel contratto.</p> <p>. Token assimilabili a contratti di investimento o a valori mobiliari: necessità di provvedere alla pubblicazione del prospetto informativo e di rispettare le regole sul market</p>
<p>Token di classe 3 - Conferiscono diritti di proprietà.</p>	<p>Si tratta di una fattispecie riconducibile alla comunione.</p>

Sul punto, in data 5 novembre 2018, la Consob ha pubblicato la delibera n. 20660 con cui ha disposto la sospensione – ai sensi dell'articolo 99, comma 1, lett. b), TUF – di un'offerta al pubblico di criptovalute promossa da una società di diritto inglese in Italia.

Il provvedimento conferma l'interpretazione per cui le ICO sono suscettibili di configurare offerte al pubblico di prodotti finanziari ex art. 1, comma 1, lett. t), del TUF. In particolare, la Consob ritiene che costituisce un'offerta al pubblico di prodotti finanziari «ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati». La Consob, quindi, nel caso di specie, riconduce i token alla nozione di «prodotto finanziario» così come riportata dall'art. 1, comma 1, lett. u), del TUF, rilevando che «la struttura dell'operazione di qua prevede che (a) l'aderente impieghi i propri capitali (b) allo scopo di ottenere un rendimento predefinito compreso tra un minimo e un massimo espresso in misura percentuale e calcolato sul capitale conferito dall'investitore in cui è (c) insito un potenziale rischio finanziario».

Alla stregua di tale verifica, Consob ha ritenuto che l'investimento proposto sia un investimento di natura finanziaria, con conseguente sospensione della relativa offerta

in quanto posta in essere in violazione delle disposizioni normative e regolamentari in materia.

L'attività di consulenza legale in questo ambito potrebbe essere correlata alla verifica del rispetto delle normative applicabili, alla determinazione del "contenuto" dei token (inteso come fascio di diritti e obblighi ai medesimi connessi), alla redazione di pareri e/o memorandum relativi alla qualificazione giuridica degli strumenti messi a disposizione dalle nuove tecnologie.



Il peer-to-peer lending

Il peer-to-peer lending consiste nell'offerta di prestiti da privato a privato veicolati attraverso piattaforme online. Si tratta di prestiti caratterizzati da importi di tagli ridotto e da breve durata. La facilità e l'intuitività delle piattaforme online, nonché la possibilità di trovare forme di finanziamento alternative a quelle offerte dai canali tradizionali, ha consentito una rapida diffusione del peer-to-peer lending, dando il via a un nuovo

mercato particolarmente promettente.

Il primo step regolamentare a livello di peer-to-peer lending è stato rappresentato dall'autorizzazione prestata dalla Banca d'Italia ad alcuni operatori internazionali che hanno così potuto fare il loro ingresso nel mercato italiano.

È poi seguita l'emanazione, da parte della Banca d'Italia, di un provvedimento (datato 8 novembre 2016 ed entrato in vigore il 1° gennaio 2017) con il quale il fenomeno ha trovato una qualificazione giuridica e una sua regolamentazione.

In particolare, il social lending è stato definito come lo «strumento attraverso il quale una pluralità di soggetti può richiedere a una pluralità di potenziali finanziatori, tramite piattaforme online, fondi rimborsabili per uso personale per finanziare un progetto».

Il social lending non viene considerato "raccolta del risparmio presso il pubblico" (ed è quindi consentito anche a soggetti diversi dalle banche) qualora:

- . i gestori ricevano unicamente fondi da inserire in conti di pagamento utilizzati esclusivamente per la prestazione dei servizi di pagamento dai gestori medesimi;
- . i prenditori abbiano acquisito i fondi sulla base di trattative personalizzate con i singoli finanziatori. In proposito Bankitalia ha chiarito

che si possono considerare trattative personalizzate quelle in cui le parti siano in grado di incidere con la propria volontà sulla determinazione del contenuto del contratto, anche qualora le medesime si avvalgano di un regolamento contrattuale standard predisposto dal gestore del servizio e poi autonomamente negoziato/modificato (anche tramite strumenti informatici forniti dal gestore) dalle parti

In questo settore, il ruolo dell'avvocato potrebbe quindi essere quello di redazione del testo contrattuale standard, prevedendo un set predefinito di clausole alternative che consentano al contempo (i) alle parti di negoziare il testo contrattuale in maniera rapida ed efficiente; e (ii) al gestore di essere compliant rispetto alla normativa vigente.



([1]) Si tratta del paper “Virtual Currencies schemes” del 2012, nel quale sono elencati i seguenti rischi principali sono: l'eccessiva volatilità; la bolla speculativa; lo sviamento di concorrenza; l'assenza di tutela legislativa ed i conseguenti rischi: carenza di informazioni, assenza di tutele legali e contrattuali, accettazione su base volontaria, inapplicabilità della normativa di settore; l'assenza dei controlli; l'anonimato dei pagamenti: il rischio di utilizzo per finalità criminali e illecite, il pericolo di riciclaggio, l'elusione della normativa fiscale.

([2]) Più in particolare, il Tribunale, partendo dalla considerazione che astrattamente non bisogna escludere la possibilità di conferire a capitale una criptovaluta, nel caso specifico sottolinea che il conferimento deve essere suscettibile di valutazione economica, intesa quale capacità attuale di essere liquidabile. Proprio tale aspetto ha assunto un ruolo centrale nel caso in esame, dato che, durante lo svolgimento del giudizio, è emerso che la criptovaluta oggetto di conferimento era negoziata unicamente su una piattaforma dedicata alla fornitura di beni e servizi riconducibile ai medesimi soggetti ideatori della stessa. I giudici sottolineano, quindi, che l'elemento attivo conferito avrebbe un carattere «autoreferenziale», in quanto tale «incompatibile con il livello di diffusione e pubblicità di cui deve essere dotata una moneta virtuale che aspira a detenere una presenza effettiva sul mercato».

Ulteriore interessante considerazione svolta dal Tribunale di Brescia è quella che attiene poi alla possibilità di aggressione da parte dei creditori del bene oggetto di conferimento: «alla luce della notoria esistenza di dispositivi di sicurezza ad elevato contenuto tecnologico», infatti, potrebbe essere impossibile l'espropriazione di una criptovaluta senza il consenso e la collaborazione spontanea del debitore.



([3]) Per token si intende un una particolare porzione di software che contiene determinate informazioni assegnate univocamente a colui che risulta “intestatario” – sulla base delle transazioni registrate sulla blockchain – delle stesse. Ogni token è unico e corrisponde alle informazioni utilizzate per creare una transazione ma non contiene detti dati, in modo tale che può essere condiviso pubblicamente senza metterli a rischio. Si tratta di un'informazione digitale che attesta la titolarità di un soggetto sull'informazione stessa, informazione registrata su una blockchain, che può essere trasferita tramite un protocollo e che può incorporare altri diritti addizionali governati da un sistema di smart contract.

—
Via Gateano Negri 8
20123 – Milan – Italy
Phone: +39 02 94391800
Fax: +39 02 94391819
E-Mail: segreteria@gvalex.it

GV
GRECO VITALI
ASSOCIATI