

Direzione

Gianvito Giannelli, Ugo Patroni Griffi, Antonio Felice Uricchio, Andrea Patroni Griffi

Comitato scientifico

Sabino Fortunato (**coordinatore**) - Lorenzo De Angelis - Pietro Masi - Cinzia Motti - Antonio Nuzzo - Luigi Filippo Paolucci - Salvatore Patti - Michele Sandulli - Gustavo Visentini

Redazione di Bari

Emma Sabatelli, Giuseppina Pellegrino, Eustachio Cardinale, Francesco Belviso, Rosella Calderazzi, Barbara Francone, Anna De Simone, Valentino Lenoci, Enrico Scoditti, Emma Chicco, Claudio D'Alonzo, Giuditta Lagonigro, Manuela Magistro, Francesco Salerno, Concetta Simone

Redazione di Foggia

Michele Bertani, Andrea Tucci, Giuseppe Di Sabato, Corrado Aquilino, Pierluigi Pellegrino, Grazia Pennella, Annalisa Postiglione, Annamaria Dentamaro, Attilio Altieri, Giulia Lasalvia

Redazione di Lecce

Maria Cecilia Cardarelli, Alessandro Silvestrini, Giuseppe Positano, Andrea Sticchi Damiani

Redazione di Napoli

Andrea Patroni Griffi, Alfonso M. Cecere, Nicola De Luca, Carlo Iannello, Sergio Marotta, Francesco Sbordone, Pasquale Serrao d'Aquino

Redazione di Roma

Giustino Enzo Di Cecco, Paolo Valensise, Vincenzo Vitalone, Valeria Panzironi, Ermanno La Marca, Valentina Depau, Davide De Filippis

Redazione di Taranto

Daniela Caterino, Giuseppe Labanca, Cira Grippa, Gabriele Dell'Atti, Giuseppe Sanseverino, Pietro Genoviva, Francesco Sporta Caputi, Barbara Mele

Direzione

Piazza Luigi di Savoia n. 41/a
70100 – BARI - (Italy)
tel. (+39) 080 5246122 • fax (+39) 080 5247329
direzione.ibattellidelreno@uniba.it

Coordinatore della pubblicazione on-line: Giuseppe Sanseverino
Redazione: presso il Dipartimento Jonico in Sistemi Giuridici ed Economici del Mediterraneo:
Società, Ambiente, Culture - Sezione di Economia -
Via Lago Maggiore angolo Via Ancona
74121 - TARANTO - (Italy)
tel (+39) 099 7720616 • fax (+39) 099 7723011
redazione.ibattellidelreno@uniba.it
giuseppe.sanseverino@uniba.it

ISSN 2282-2461 I Battelli del Reno [on line]

I Battelli del Reno, rivista on line di diritto ed economia dell'impresa, è registrata presso il Tribunale di Bari (decreto n. 16/2012)

La rivista è licenziata con Creative Commons Attribuzione – Non commerciale - Non opere derivate 3.0 Italia (CC BY-NC-ND 3.0 IT)

Paolo Margottini

L'ospite nascosto

Sommario: 1. Premessa ed inquadramento sistematico. - 2. Caratteri della *token economy* in riferimento alle quote di s.r.l-PMI. e di s.p.a. - 3. I *token* intesi come meccanismo adatto ad uscire dai limiti rappresentati dal capitale sociale. - 4. lo scambio dei *token* attraverso le c.d *blockchain*. - 5. La circolazione dei *token*. - 6. Osservazioni conclusive e nuovi scenari aperti dalla c.d *token economy* in rapporto alla tutela dei risparmiatori.

1- Con questo articolo ci permettiamo di analizzare cosa avviene oltre “la soglia” di un mondo nuovo fatto di tecnologie tanto sfuggenti quanto attuali.

Procedendo con ordine, si andranno a delucidare queste nuove possibilità senza pregiudizi, ma anche senza facili ottimismo, cercando di rimanere con la mente aperta all’innovazione ma in modo prudente.

La questione che si pone innanzi alla nostra prospettiva, verte sull’impellente necessità delle s.r.l-PMI e delle s.p.a. di ottenere canali di finanziamento, avendo progetti da realizzare e non trovando finanziamenti bancari adeguati, con in più l’ulteriore difficoltà di accedere a canali “alternativi” di reperimento delle risorse¹.

I percorsi “alternativi” in oggetto riguardano essenzialmente le nuove possibilità offerte dalla finanza digitale e si sostanziano nelle tecniche offerte dal *crowdfunding*² da un lato e

¹ Il legislatore proprio per venire incontro alle esigenze di cui si discorre ha creato il “mercato di crescita per le PMI”, il quale si articola in un mercato caratterizzato da “un sistema multilaterale di negoziazione”, disciplinato dall’art. 69 T.U.F., il quale recepisce gli artt. 4, par. 1, n. 12 e n. 33 della Direttiva 2014/65/UE, soprattutto il comma 2° del predetto art. 69, elenca le condizioni che consentono di qualificare un mercato come “mercato di crescita per le PMI”, cfr. F. ANNUNZIATA, “Il migliore dei mondi possibili”? L’accesso delle PMI alle trading venues : libertà, condizionamenti e gold Plating, in *Rivista delle società*, n. 5-6/2021, Una precedente versione di tale scritto è stata presentata in occasione del XII Convegno Annuale dell’Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale, “La libertà d’impresa”, tenuto in Roma, 17-18 settembre 2021.

² Il nuovo modo per accedere a nuovi canali per raccogliere capitale di rischio e di credito il c.d *Equity crowdfunding* e *lending-based crowdfunding* viene delucidato in maniera sistematica da A.

dalle c.d. *I.C.O.s*, o *token offerings*, dall'altro. Tutto ciò anche alla luce del fatto che tali possibilità restano di difficile comprensibilità per il “piccolo” risparmiatore e pongono diversi interrogativi per la sua tutela.

Specialmente l'*equity crowdfunding*³ è stato già analizzato con grande attenzione in diverse opere e fatto oggetto di interessanti e pertinenti osservazioni⁴. Di converso una tecnica più innovativa ha visto la luce recentemente, si tratta delle *I.C.O.s*, le quali sono meno note e ora disciplinate dalla legge italiana per mezzo del c.d. decreto fintech⁵. E quindi meritano un opportuno supplemento di analisi.

POLICARO, *L'organizzazione delle piattaforme di lending-based crowdfunding alla luce delle modifiche apportate al Regolamento Consob n. 18592 del 26 Giugno 2013 a seguito dell'approvazione della delibera n. 21110 del 10 Ottobre 2019*, paper presentato al Convegno di OdC del Febbraio 2020, cfr. S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata, Lezioni sul modello societario più diffuso, seconda edizione*, Torino, 2020, pp. 121-122, inoltre tali aspetti vanno confrontati e messi in rapporto con le nuove possibilità offerte dalla recente approvazione della c.d. Legge Capitali, la recente l. 5 marzo 2024, n. 21, e in prospettiva la possibilità prevista dall'art. 28 del decreto FinTech di includere la quota di s.r.l. nel novero degli strumenti finanziari digitali, v. I. CAPELLI, *“Questioni aperte in tema di circolazione anche digitale della quota di s.r.l.: dalle operazioni di Crowdfunding alla Distributed Ledger Technology”*, in O.D.C., Fascicolo 1/2024, pp. 97 e ss., cfr. G. GITTI, M. MAUGERI, C. FERRARI, *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività*, in ODC, 2019, pp. 99 ss. e J. LEE, *Crypto-finance, Law and Regulation: governing an emerging ecosystem*, New York, Routledge, 2022, p. 291.

³ Tale tecnica, è stata introdotta nel nostro ordinamento con il Decreto n. 179/2012 (convertito in legge n. 221/2012, quale modalità di finanziamento inizialmente riservata alle c.d. imprese *start-up* innovative, poi estesa alle P.m.i. innovative ed infine a tutte le s.r.l.-PMI, le quali possono collocare le loro offerte tramite i ben noti portali *on line*, gestiti da particolari imprese autorizzate dalla Consob, oltre che da banche ed imprese di investimento, tutti soggetti iscritti in apposito elenco tenuto dalla stessa autorità indipendente, cfr. Regolamento Consob n. 18592/2013 (Crowdfunding), aggiornato con le modifiche apportate con delibera n. 21259 del 6 febbraio 2020, in vigore dal 16 febbraio 2020.

⁴ Le prospettive del c.d. *Equity crowdfunding* sono oggetto di vari studi *ex multis* si può segnalare il pregevole inquadramento sistematico dato in *Diritto del fintech*, Padova, 2020, a cura di M. CIAN C. SANDEI, cfr. Quaderni giuridici Consob, 23 Maggio 2022, *Gli sviluppi tecnologici del diritto societario*, a cura di M. BIANCHINI, G. GASPARRI, G. RESTA, G. TROVATORE, A. ZOPPINI, pp. 56 e ss..

⁵ La Consob ha iniziato ad interessarsi a tale tecnica predisponendo un documento per la discussione, Consob, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, Documento per la discussione, 19 Marzo 2019, cfr. A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività il nuovo approccio regolatorio della Consob*, 2019, in *Diritto Bancario*, 4 Aprile 2019, p. 3, l'autore afferma che: “[...] L'idea suggerita dalla Consob nel Documento è quella di rendere le piattaforme *licensed*, chiamando in particolare i gestori delle piattaforme coinvolte nella fase di emissione al rispetto di requisiti soggettivi analoghi a quelli previsti per i gestori dei portali per le offerte di *crowdfunding* adattati – sotto il profilo procedurale, organizzativo e di controllo – ai rischi sottesi a questa tipologia di operatività. Per tali soggetti si immaginano anche adeguati presidi per la selezione dei progetti imprenditoriali meritevoli di accedere alla piattaforma nonché regole di condotta da rispettare nel rapporto con gli investitori. Per le piattaforme coinvolte nella fase di scambio di cripto-attività si prevede, invece, l'introduzione di una serie di regole volte ad assicurare un trasparente e non discriminatorio svolgimento degli scambi, idonei presidi per la gestione dei conflitti di interesse, procedure per identificare e gestire i rischi ai quali è esposto il sistema. (...) Proprio perché le piattaforme costituiscono la categoria chiave del FinTech ma più in generale del mercato digitale,

2- In pratica si tratta di offerte al pubblico per la raccolta di capitali, finalizzate al finanziamento di un progetto imprenditoriale. Il soggetto emittente può essere o una società, senza delimitazione basata sul tipo⁶, una persona fisica o diversi sviluppatori variamente associati il c.d. *network*⁷.

Nel caso in cui, ad approfittare di tale possibilità fosse una s.r.l-PMI o una s.p.a. per collocare e far circolare le sue quote o le sue azioni, saremmo in presenza di un tentativo di sviluppare un mercato secondario delle stesse, sicuramente più liquido del mercato di riferimento per l'*equity crowdfunding*. Con tutte le questioni connesse concernenti principalmente la domanda non affatto scontata, se sia possibile incorporare le quote categorizzate di tali società o le azioni per mezzo dei *token*, e se questi ultimi possano almeno rappresentare ed incorporare una compartecipazione agli utili, con una qualche forma collegata di restituzione del capitale investito assieme alla sua remunerazione⁸. Risposte non facili in quanto siamo in un ambito che l'ambisce il capitale sociale ma non sappiamo fino a che punto lo riguardi e lo ricomprenda, o lo superi.

sembrerebbe opportuno, a livello europeo, disegnare una regolazione delle piattaforme digitali che risponda a un criterio funzionalistico: una regolazione, cioè, basata sull'elaborazione di una disciplina generale che, cross-settorialmente invece che per singoli silos, provveda a disciplinare i rapporti tra utenti e piattaforma, a prescindere dal fatto che quest'ultima operi in ambito commerciale o finanziario. Ciò consentirebbe – specie se si trattasse di una regolamentazione per principi (c.d. standard) - di predisporre una sorta di “piattaforma regolamentare” comune a tutti i marketplace digitali in grado di assicurare flessibilità normativa, sulla cui base il legislatore europeo potrebbe poi intervenire in ambiti di mercato specifici, laddove ciò risulti necessario e secondo il grado di intensità ogni volta richiesto.”, in prospettiva comparata tra l'esperienza francese e quella italiana, si veda P. CARRIÈRE, *Initial Coin Offerings (ICOs): Italia-Francia, due approcci regolatori a confronto*, in *Diritto Bancario*, Gennaio 2020, pp. 4-5, l'autore sottolinea l'intento della Consob di tipizzare le crypto-attività considerandole diverse dagli strumenti finanziari, anche dello stesso autore, *Possibili approcci regolatori al fenomeno dei crypto-asset; note a margine del documento di consultazione della Consob*, in *Diritto Bancario online*, maggio 2019 e Id., *The Italian Regulatory Approach to Crypto-Assets and the Utility Tokens ICOs*, luglio 2019, Baffi Carefin Centre Research Paper No. 2019-113, in SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3414937>; G. GIITI, M. R. MAUGERI, C. FERRARI, *Offerte iniziali e scambi di crypto-attività*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, n. 1/2019, p. 95, cfr. il rapporto del G7 Group on Stablecoins, *Investigating the impact of global stablecoins*, ottobre 2019, consultabile al seguente indirizzo internet: www.bis.org, recentemente l'Unione europea ha approvato il c.d. *pilot regime Regolamento U.E. 858/2022 Recepito in Italia con il d.l. 25 Marzo n. 25/2023*, ed il M.I.C.A. *Market in cryptoasset*, con i quali ha disciplinato l'utilizzo dei token per far circolare partecipazioni sociali e criptovalute.

⁶ Certamente una s.r.l-PMI con le quote di categoria opportunamente standardizzate potrebbe sfruttare al meglio tale possibilità.

⁷ Sul punto, Consob, *Le offerte iniziali e gli scambi di crypto-attività*, Documento per la discussione, 19 Marzo 2019, pp. 3-9, con il regime dell'*opt-in* l'offerente può scegliere una piattaforma apposita chiamata *exchange*, oppure può offrire *token* fuori dalle piattaforme regolamentate.

⁸ In tal senso, V. SANTORO, *Tentativi di sviluppo di un mercato secondario delle quote di società a responsabilità limitata*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, fascicolo n. 1/2020, p. 29.

Il dibattito in tale materia riguardava soprattutto il tipo societario s.r.l., in precedenza, la natura delle quote in oggetto infatti era controverso, orbene volendo fare chiarezza su questo punto le partecipazioni di cui si discorre sono state sicuramente considerate strumenti finanziari, depone in tal senso il fatto che, questi ultimi sono negoziati sul mercato secondario, e le quote di s.r.l. possano essere standardizzate e fatte circolare in un mercato di quest'ultimo tipo⁹, queste inoltre sono le conclusioni a cui si può giungere leggendo il dato testuale costituito dall'art. 2470 c.c. letto in combinato disposto con l'art. 100-ter, comma 2-bis, T.u.f., i quali prevedono un regime alternativo di circolazione della quota, con una sua particolare forma di dematerializzazione¹⁰, a cui si aggiunge la recente Legge capitali la quale ha consentito di applicare alle quote in oggetto il regime tradizionale di dematerializzazione di cui all'art. 83 bis del t.u.f.¹¹.

Inoltre, sempre in questa prospettiva, le quote se vengono standardizzate possono essere incluse come le azioni e le obbligazioni, nel più ristretto gruppo degli strumenti finanziari denominati valori mobiliari¹². In tale quadro, ancora incerto, sono sopravvenute ulteriori novità, provenienti dal mondo della finanza digitale, le quali possono essere

⁹ Naturalmente il riferimento è all'apposita sezione riservata alla creazione del mercato secondario per le quote nei portali *on-line*.

¹⁰ Regime simile a quello della "Monte Titoli", nel decennio degli anni 80 del secolo scorso, riassume il dibattito V. SANTORO, *Tentativi di sviluppo di un mercato secondario delle quote di società a responsabilità limitata*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, fascicolo 1/2020, p. 28, cfr. E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Rivista delle Società*, fascicolo 4/2019, pp. 675 e ss..

¹¹ Si tratta della nuova possibilità offerta dalla legge n. 21/2024, c.d. d.d.l. capitali all'art. 3.

¹² In tal senso, E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Rivista delle Società*, fascicolo 4/2019, pp. 675 e ss., cfr. art. 1, comma 1-bis, T.u.f, lett. a), il quale afferma che, sono valori mobiliari "le azioni di società ed altri titoli equivalenti ad azioni di società", il sottinteso di tale assunto è che siano negoziati sul mercato, *in contra* vi sarebbe il dato testuale contenuto nell'art. 93-bis, T.u.f. il quale qualifica le azioni e gli strumenti finanziari equivalenti alle azioni ad altra sotto-categoria degli strumenti finanziari, quella dei "titoli di capitali", nell'ambito della disciplina di offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita, cfr. con il regime pilota previsto dal Reg. U.E. 2022/858, recepito in Italia dal d.l. 17 Marzo n. 25/2023 e con la delibera Consob n. 22923, cfr. G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma del diritto societario*, Milano, Giuffrè, 2023, 22 s., S. CORSO, A. LAUDONIO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra Crowdfunding e sperimentazione di nuovi ambienti digitali*, in *O.D.C. Fascicolo 1/2024*, pp.126 e ss.: "Allo stato vi sono quindi diversi regimi opzionali di circolazione delle quote alternativi rispetto al regime tradizionale di cui all'art. 2740 c.c., i quali trovano rispettivamente applicazione, l'uno (i.e. il regime di circolazione dematerializzata delle quote) nei confronti delle sole quote standardizzate di s.r.l.-PMI e l'altro (i.e. la circolazione intermediata di cui all'art. 100-ter, t.u.f.) nei confronti delle quote di s.r.l. standardizzate o no previamente sottoscritte sulle piattaforme di crowdfunding. Sarebbe invece scongiurato, almeno per il momento, il rischio di un ulteriore incremento della complessità del sistema derivante dall'introduzione di un terzo regime circolatorio basato sulla tecnologia a registri distribuiti (DLT), in quanto la Consob ha ritenuto di non esercitare la facoltà, attribuita tramite la *de-lega* contenuta nel d.l. n. 25/2023 (decreto FinTech), di includere nel regime di sperimentazione relativo agli strumenti finanziari DLT le quote di società a responsabilità limitata".

riassunte in due concetti, i c.d. *token* e le *blockchain*, soprattutto queste ultime consentono la creazione di un mercato secondario¹³ per i primi, favorendone la circolazione.

La comprensione del fenomeno passa dalla intellegibilità dei concetti di *token* e *blockchain*. Quanto al primo, nell'inglese commerciale è definito come "gettone" o buono d'acquisto, in sostanza si tratta di un documento che legittima il possessore a ricevere un servizio, assumendo un significato molto simile a quello che ha un normale documento di legittimazione come il biglietto di ingresso in un parcheggio custodito, o un buono per ricevere un bene, come ad esempio un buono pasto. Naturalmente facendo le debite proporzioni dobbiamo trasporre tali significati nell'universo digitale. Ed è in riferimento proprio a quest'ambito che si è proceduto a distinguere tre tipi diversi di *Token*.

Un primo tipo costituito dai *currency token*, i quali hanno dato vita e diffuso il complesso fenomeno delle "cripto-valute".

Un secondo tipo costituito dagli *utility token*, il quale non è centrale per la nostra indagine. In quanto serve principalmente per ottenere in cambio un servizio.

Ed infine gli *investment token*, i quali interessano principalmente la nostra analisi in quanto sono in grado di incorporare dei valori mobiliari. Si tratta in definitiva di un documento digitale, il quale può "incorporare" e rappresentare una quota di s.r.l.¹⁴ o le azioni di una s.p.a..

¹³ Sul punto, Consob, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, Documento per la discussione, 19 Marzo 2019, pp. 8 ss, l'autorità di regolazione vorrebbe consentire lo svolgimento di questi scambi, senza preconcetti, infatti definisce il concetto di "piattaforma on line per le offerte di cripto-attività di nuova emissione", la piattaforma che abbia il fine esclusivo di promuovere e realizzare "offerte di cripto-attività di nuova emissione", inoltre vengono abilitati a gestire dette piattaforme, i gestori dei portali on line di *crowdfunding* ex art. 50-*quinquies* T.u.f..

¹⁴ Questa peculiare incorporazione pone l'arduo quesito se il *token* possa considerarsi almeno a livello fenomenologico un titolo di credito, danno conto di un ampio dibattito sul punto T. ASCARELLI, *Il problema preliminare dei titoli di credito e la logica giuridica*, in *Riv. dir. comm.*, 1956, I, p. 397; e G. FERRI SR, *La teoria «realista» dei titoli di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1972, I, pp. 36 e ss.; cfr. M. LIBERTINI, *Profili tipologici e profili normativi nei titoli di credito*, Milano 1971, ed. provv., pp. 2 ss.; F. CHIOMENTI, *Il titolo di credito. Fattispecie e disciplina*, Milano 1977, p. 5 ss.; P. SPADA, *Fattispecie e disciplina cartolari (qualche appunto a margine di un libro recente)*, in *Rivista di diritto civile*, 1979, II, p. 54. Si veda inoltre G.L. PELLIZZI, *La fattispecie «titolo di credito»*, in *Rivista di diritto civile*, 1957, I, p. 548; N. DE LUCA, *L'antifattispecie cartolare. Contributo allo studio dei titoli di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, I, p. 93, anche, v. F. CHIOMENTI, *Il titolo*, cit., p. 4, nt. 2 e già G.L. PELLIZZI, *Principi di diritto cartolare*, Bologna 1967, p. 23, soprattutto la nt. 49 e F. CARNELUTTI, *Teoria giuridica della circolazione*, Padova 1933, p. 117, i quali già teorizzavano che i titoli di credito potessero avere una *res* di supporto diversa da quella cartolare; ricostruiscono tale affascinante indagine, A. STAGNO D'ALCONTRES, *Tipicità e atipicità nei titoli di credito*, Milano 1992, p. 105 e ss. anche N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Torino 2007, p. 11 e ss. infine mostra come il supporto cartolare sia già stato abbandonato in tempi risalenti F. CHIOMENTI, *Il titolo di credito. Fattispecie e disciplina*, Milano 1977, p. 5 ss., con riferimento ai c.d. "diritti speciali di prelievo del Fondo Monetario Internazionale, cfr. anche P. SPOLAORE, *La partecipazione in s.r.l. tra crowdfunding e dematerializzazione*, in *O.D.C.*, Fascicolo 1/2024, pp. 195-197, ed anche la normativa adottata per i contratti derivati dematerializzabili in tal senso: M. CIAN, *Titoli dematerializzati e circolazione «cartolare»*, Milano, Giuffrè, 2001, 76 s., 146; N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni*

3- L'insieme dei ragionamenti svolti, ci permette di delimitare il significato dei *token*, ma ci fa pur sempre rimanere all'interno del perimetro costituito dal capitale sociale¹⁵, da cui stiamo cercando di prendere le distanze. Più stimolante è analizzare la funzione di questi documenti “digitali” nella prassi internazionale, infatti mutando prospettiva, tali strumenti in genere, vengono utilizzati per partecipare ad una frazione di un investimento, o se si è parte di un gruppo di investitori consentono di esprimere il proprio voto in favore o contro una proposta di investimento. Il punto centrale è rappresentato dal fatto che i titolari di *token* partecipano ad un progetto della società emittente, ma non entrano nel capitale e quindi non divengono soci, ma al contempo non divengono nemmeno obbligazionisti o titolari di titoli di debito *ex art.* 2483 c.c., sono “vicini” alla società che li emette, ma non entrano a far parte della compagine sociale. Definire la veste giuridica dei possessori dei *token* è molto difficile, alcuni autori¹⁶ la riconducono a quella di un associato in un contratto di associazione in partecipazione, oppure alla posizione di chi diviene socio di una sorta di società di secondo grado tra la società emittente ed i relativi sottoscrittori dei *token*¹⁷.

La conseguenza immediata e diretta di tali ragionamenti è rappresentata dalla considerazione che, il finanziamento tramite l'emissione di *token* non modifica l'assetto organizzativo e la struttura del tipo s.r.l., come è avvenuto con l'introduzione delle quote di categoria, ed a maggior ragione non modifica nemmeno la struttura organizzativa e la *governance* delle s.p.a..

e legittimazione dei soci, Torino, Giappichelli, 2007, 335 s.; e cfr. C. ANGELICI, Sul contratto di borsa, Milano, Giuffrè, 2021, 209 ss.; G. GUIZZI, (nt. 30), 751, nota 24; con riferimento alle quote di s.r.l. dematerializzate, R. LENER, Cosa sta succedendo alle quote di s.r.l.?, in Quaderni Assosim, 2023, 13; S. CORSO, A. LAUDONIO, (nt. 6), 13 s., anche F. BRIZZI, (nt. 19), 239; ID., (nt. 76), 921 s.; G. SERAFIN, Dematerializzazione e tokenizzazione delle quote di s.r.l.: quali sviluppi di un mercato secondario?, in Banca impr. soc., 2023, 615, in part. 629 ss., 637; e già E. CUSA, Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari, in Riv. soc., 2019, 675 ss., la questione viene sintetizzata da P. AGSTNER, *Le s.r.l. aperte: uno sguardo comparativo*, in O.D.C. Fascicolo 1/2024, pp. 214-215.

¹⁵ Aveva anticipato questo movimento di “allontanamento” dal capitale sociale con fine capacità precognitiva, G. PORTALE, *Dal capitale <<assicurato>> alle <<tracking stocks>>*, in *Rivista delle società*, 2002, (I), pp. 148 e ss..

¹⁶ P. HACKER E C. THOMALE, *Cripto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *European Company and Financial L.R.*, 2018, p. 651 e pp. 671 e ss., cfr. il caso della società Palladium, con sede a Malta, la quale ha lanciato la prima *Initial Convertible Coin Offering*, la quale consente ai possessori di *token* di Palladium di convertirli in azioni della stessa dopo tre anni dalla loro emissione, si tratta di un *warrant* convertibile “*tokenizzato*”, usa questa espressione V. SANTORO, *Tentativi di sviluppo di un mercato secondario delle quote di società a responsabilità limitata*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, fascicolo 1/2020, p. 31, nt. 28.

¹⁷ Sul punto, V. SANTORO, *Tentativi di sviluppo di un mercato secondario delle quote di società a responsabilità limitata*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, fascicolo 1/2020, pp. 30-31.

Infatti i sottoscrittori dello strumento in parola vengono associati a singoli progetti di investimento ma non entrano nel capitale sociale¹⁸ e non divengono nemmeno creditori della società. Peraltro volendo focalizzare l'attenzione sulle caratteristiche tecnologiche dei *token*, questi ultimi non hanno una diretta identificazione con il supporto materiale dove sono rappresentati o che permette di leggerli, il supporto in oggetto serve solo per utilizzarli¹⁹. Nel supporto sono soltanto contenuti i dati che consentono di leggere il *token*. Aspetto importante che merita di essere sottolineato riguarda il fatto che il detentore del relativo supporto materiale non sempre corrisponde a colui il quale vanta il diritto al loro utilizzo. Ciò avviene perché è il *token* medesimo che fornisce l'accesso al diritto secondo le regole di progettazione del suo *software*. In genere vengono fornite password dinamiche, chiavi crittografiche rafforzate da meccanismi asimmetrici di riconoscimento o la detenzione all'interno del *wallet* del proprietario. Il dato rilevante è rappresentato dal principio che il possesso del supporto non legittima sempre all'esercizio del relativo diritto in esso contenuto²⁰.

4- Ora venendo all'analisi del secondo concetto, la complessa e poco conosciuta tecnologia *blockchain*, è definita come “ [...] un registro aperto e distribuito che può memorizzare le transazioni tra due parti in modo sicuro, verificabile e permanente. Una volta scritti, i dati in blocco non possono essere retroattivamente alterati senza che siano modificati tutti i blocchi successivi ad esso, il che, per la natura del protocollo e dello schema di validazione, necessiterebbe il consenso della maggioranza della rete [...] ”²¹.

¹⁸ L'emittente di *token* può incrementare le sue risorse finanziarie senza “diluire” il capitale sociale.

¹⁹ Il *token* può essere registrato in un chip contenuto in una carta plastificata o può essere letto anche attraverso un *Hr Code* inserito o caricato su uno *smartphone*, ciò che circola sono i dati contenuti nei supporti non i supporti stessi, in tal senso N. DE LUCA, *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza assente*, in *Rivista di diritto civile*, 1/2020, p. 111, per comprendere l'evoluzione dell'impatto della tecnica nell'universo giuridico e la conseguente evoluzione della conservazione della documentazione giuridica, v. MORELLO, FERRARI, SORGATO, *L'atto notarile*, Milano, 1977, p. 153, cfr. CARUSI, *Il negozio giuridico notarile*, Milano, 1968, p. 69, anche CARNELUTTI, *Voce documento*, in *Nov. dig. cit.* p. 86.

²⁰ Una situazione analoga si verifica nei titoli di credito ad intestazione nominativa, infatti il *token* contiene i dati di identificazione degli aventi diritto alla relativa prestazione, ma tale diritto dovrà essere esercitato attraverso l'utilizzo del supporto materiale, id est il *token* identifica l'avente diritto ed in virtù di questa identificazione che viene legittimato a detenere ed utilizzare il supporto che contiene i dati, in tal senso N. DE LUCA, *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza assente*, in *Rivista di diritto civile*, 1/2020, p. 111, cfr. A. STAGNO D'ALCONTRES, *Tipicità ed atipicità nei titoli di credito*, Milano, 1992, pp. 105 e ss., anche N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Torino 2007, pp. 11 e ss..

²¹ Definizione del Decreto Semplificazioni: d.l. 14 Dicembre 2018, n. 135, cfr. OSSERVATORI ENTREPENEURS&FINANCE, *LA FINANZA*, p. 43, cfr. con M. BELLINI, *Che cosa sono e come funzionano le Blockchain Distributed Ledgers Technology-DLT*, consultabile al seguente indirizzo internet: www.blockchain4innovation.it, Dicembre 2018, il documento specifica che la blockchain: “... è una forma di libro mastro distribuito in cui i dettagli delle operazioni sono tenuti sotto forma di blocchi di

In pratica, si tratta di una tecnologia la quale consente di scambiare in maniera agevole i *token* e quindi consente anche, la creazione di un mercato secondario degli stessi, aumentando la liquidità dell'investimento.

Svolte le necessarie delucidazioni di base, si deve specificare il modo in cui i diritti attribuiti ai titolari dei *token* sono incorporati in questi ultimi. Tale tecnica prevede, non un indicazione esplicita dei diritti nel *token* ma la loro descrizione in un documento separato denominato *whitepaper*, il quale svolge la funzione di un documento di offerta "semplificato" e ridotto, con lo scopo di spiegare l'idea alla base del progetto imprenditoriale o il progetto imprenditoriale stesso, con le caratteristiche salienti dell'offerta pubblica dei *token* emessi o da emettere e infine la descrizione dell'emittente.

Tale apparato documentale semplificato consente di ridurre i costi di transazione generati rispetto a quelli prodotti dall'apparato normativo delle classiche offerte al pubblico ed anche rispetto alle campagne di *equity crowdfunding*²². Tutto ciò però produce l'effetto di ridurre le informazioni in possesso del risparmiatore/investitore.

5- In genere i *token* vengono offerti agli investitori, contro moneta avente corso legale oppure contro "criptovalute" (le più usate sono *bitcoin* e *ether*). Inoltre la creazione e la successiva emissione con l'eventuale trasferimento, sono interamente gestiti dalla tecnologia *blockchain*, la quale può già essere esistente al momento dell'emissione oppure può essere progettata per la gestione di una specifica ICO²³.

informazioni e dove ciascun blocco di nuove informazioni è collegato alla catena di blocchi preesistenti attraverso un processo informatizzato che consente di convalidare le transazioni", in definitiva si tratta di un registro distribuito governato in maniera da consentire l'accesso e la possibilità di effettuare modifiche da parte di più nodi di una rete, anche in tal senso G. VELLA, *Distributed Ledger Technology: definizioni e caratteristiche*, consultabile al seguente sito internet, www.blog.osservatori.net.

²² Il punto viene esaurientemente sottolineato da, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività il nuovo approccio regolatori della Consob*, 2019, in *Diritto Bancario*, 4 Aprile 2019, cit. p. 2, l'autrice sostiene infatti: "[...] La soluzione proposta è senz'altro interessante e apprezzabile *in primis* in quanto consapevole del fatto che una delle ragioni di fondo della diffusione del *FinTech* sia da rinvenirsi proprio nell'eccessiva rigidità e pesantezza del vigente quadro normativo in materia finanziaria che non è opportuno quindi andare ad estendere, invariato, anche alle nuove forme di operatività che si sono sviluppate nella prassi. [...]"; cfr. per le prospettive di utilizzo di tali strumenti per mezzo degli *smartcontract*, B. CAPIELLO, *Dallo "Smart Contract" computer code allo smart (LEGAL) contract. I nuovi strumenti (Para) Giuridici alla luce della normativa nazionale e del diritto internazionale privato europeo: prospettive De jure condendo*, in *Diritto del commercio internazionale*, fasc. 2/2020, pp. 477 e ss..

²³ Si deve precisare che l'espressione *Initial Coin Offerings (ICOs)*, era utilizzata inizialmente per le emissioni di cripto-valute, come sono ad esempio i *bitcoin*, invece ora è utilizzata per qualsiasi offerta di *token*, volendo essere più precisi si dovrebbe parlare di *I.T.O.s*, ovvero *Initial Coin Offerings*. in tal senso M. DE MARI, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offerings (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, in *O.D.C.*, fascicolo 2/2019, pp. 269-270, nt. 2.

Il punto dirimente risiede nel fatto che, i titolari dei *token*²⁴ a differenza dei sottoscrittori di una classica *I.P.O.*, possono divenire soci dell'ente emittente oppure no, quindi essere titolari di diritti patrimoniali e/o amministrativi nell'emittente stesso, oppure essere titolari di diritti d'uso o di godimento²⁵ su tecnologie già esistenti al momento dell'emissione come un *software* o che saranno sviluppate con le risorse finanziarie frutto della raccolta²⁶, quindi partecipare all'utile generato dal progetto finanziato.

Il momento della sottoscrizione è completamente digitalizzato ed è gestito attraverso una c.d *digital token agreement*, inoltre un aspetto fondamentale dell'offerta in oggetto è il fatto di essere completamente disintermediata e di essere condotta e di svolgersi esclusivamente sul sito web dell'emittente, con campagne pubblicitarie o di *marketing* utilizzando i *social network*, ad esempio *YouTube* o un'apposita pagina *Facebook* o *Instagram*²⁷. Ultimamente si sta affermando ponendosi come un'evoluzione naturale della classica *ICOs*, la c.d *security token offering* la *S.T.O.*, quest'ultima a differenza della prima non si limita a realizzare una sorta di *crowdfunding* attraverso il collocamento di *token*, ma rende un bene

²⁴ Il *token* su una *blockchain* si caratterizza per essere un'informazione digitale, annotata su un registro distribuito, univocamente associata a uno e uno solo specifico utente del sistema e rappresentativa di un qualche diritto: la proprietà di un determinato asset, l'accesso ad un servizio, oppure la ricezione di un pagamento, in tal senso la *Guida sulla Blockchain (definizioni, funzionamento, applicazioni e potenzialità)* dell'Osservatorio *Blockchain & Distributed Ledger* del Politecnico di Milano, del Giugno 2019, pubblicata nel sito: www.osservatori.net.

²⁵ Ciò soprattutto nel caso degli *utility token*.

²⁶ Sul punto, M. DE MARI, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offerings (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, in *O.D.C.*, fascicolo 2/2019, p. 271, nt. 5, l'autore sottolinea le criticità sottese al fatto che, i *token* alcune volte sono accettati come mezzi di pagamento, inoltre queste cripto-attività possono attribuire un mix di diritti, dando luogo ad un *token* ibrido che assolve più funzioni, cfr. A. CAPONERA C. GOLA, *Aspetti economici e regolamentari delle "crypto-attività"*, in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza (Occasional Paper)*, Roma, 2019, il punto centrale sottolineato dal documento riguarda il fatto che le *ICOs*, nel momento in cui divengono equivalenti ad un conferimento di capitale, non dovrebbero essere finanziate con "valute virtuali", perchè trattandosi di gettoni digitali di incerta natura giuridica, non costituiscono una passività di una Istituzione, un'istituzione a fronte di una passività dovrebbe detenere attivi, inoltre non hanno un loro valore intrinseco, come l'oro e l'argento, con una dinamica del prezzo, la quale rifletterebbe solo le aspettative di mercato con un valore di equilibrio che sarebbe o indeterminato o pari a zero, o perennemente in disequilibrio [enfasi aggiunta], ora si cerca di rimediare a tali problemi con l'utilizzo dello strumento del c.d *stablecoin*, il prezzo di tale *asset* digitale viene stabilizzato rispetto ad un bene di riferimento che può essere una moneta *fiat* o un bene come l'oro o un indice composto da una media di più prezzi, [si tratta di un ritorno a concetti cari al sistema incentrato sulla moneta merce, il c.d *gold standard*] enfasi aggiunta, cfr per un'ampia ricognizione sul tema di tali conferimenti nella s.r.l., F. MURINO, *Il conferimento di token e di criptovalute nelle s.r.l.*, in *Le società*, n. 1/2019.

²⁷ Spiega tali modalità di svolgimento dell'offerta, M. DE MARI, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offerings (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, in *O.D.C.*, fascicolo 2/2019, p. 272.

accessibile attraverso il *token* oggetto di un mercato e della relativa circolazione²⁸, aumentando il livello della sua liquidità.

Infatti i *token* collocati per mezzo di una *ICO*, possono fare riferimento ad una generica utilità offerta all'investitore dall'emittente, in sostanza la sottoscrizione può riguardare *utility token* o *investment token*, o un *token* ibrido, invece i *security*²⁹ *token* sono *investment token* più specifici, i quali rappresentano azioni, obbligazioni o quote di s.r.l., e ne permettono il collocamento. Inoltre poiché tali strumenti si interfacciano con gli *smartcontract*, consentono al titolare di esercitare i diritti in essi incorporati senza ricorrere a "terze" parti, in sostanza siamo in presenza di un'attuazione automatica della prestazione, e ciò ha l'effetto di trasformare il diritto di credito del proprietario di un *token* in un diritto "reale", suscettibile di valere *erga omnes*³⁰.

Svolte le varie fasi dell'offerta, volge a compimento la fase di mercato primario della *ICO*, le risorse raccolte serviranno ai promotori dell'offerta per realizzare il progetto imprenditoriale illustrato nel *whitepaper*. Per quanto riguarda invece la fase di negoziazione sul mercato secondario, essa si svolge su piattaforme web, le c.d. piattaforme di *internet trading* specializzate nello scambio di questi *asset* digitali per mezzo delle *blockchain* denominate *exchanges*. Le piattaforme in analisi costituiscono dei sistemi di scambio e di negoziazione, e possono operare sia in modo centralizzato che decentralizzato³¹. Inoltre si

²⁸ Sul punto, N. DE LUCA, *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza assente*, in *Rivista di diritto civile*, n. 1/2020, pp. 102 e ss.

²⁹ Il *token* essendo una scritturazione informatica in favore di un partecipante della rete, offre al soggetto che lo detiene di esercitare determinati diritti nei confronti di chi lo ha emesso, i diritti in oggetto possono dipendere o dal protocollo della *blockchain* di riferimento, oppure dallo *smartcontract* programmato per interagire con lo specifico *token*.

³⁰ Gli *smartcontract* non sono contratti civilisticamente intesi ma sono *software* capaci di garantire l'esecuzione degli stessi rendendo superfluo l'intervento del giudice, non serve l'intervento umano per avere l'esecuzione della prestazione, infatti in questi programmi informatici sono presenti ed inseriti sistemi di "autotutela", i quali sono immutabili ed a esecuzione automatica, cfr. art. 8-ter, d.l. n. 135/2018, con il riconoscimento legislativo degli *smartcontract*.

³¹ Sul punto, si veda la *Guida sulla Blockchain (definizioni, funzionamento, applicazioni e potenzialità)* dell'Osservatorio *Blockchain & Distributed Ledger* del Politecnico di Milano, del Giugno 2019, pubblicata nel sito: www.osservatori.net, la principale differenza tra i due tipi di portali risiede nel livello di centralizzazione, infatti se la piattaforma è centralizzata il gestore della piattaforma è anche il fornitore del servizio di *wallet*, quindi svolge anche la funzione di depositario dei *token*, per conto dei clienti ed il regolamento delle negoziazioni avviene solitamente nei libri contabili delle rispettive piattaforme, siamo in presenza di una gestione della contabilità fuori dalla *blockchain*, Inoltre le verifiche sulla titolarità posta in capo all'acquirente, che risulta intestatario sul registro interno tenuto dalla piattaforma, avviene solo su richiesta del medesimo acquirente, quando quest'ultimo decide di uscire dal mercato. Di converso nelle piattaforme decentrate il gestore delle stesse non detiene *crypto-assets* per conto dei propri clienti, ma fornisce soltanto un'infrastruttura tecnologica per mantenerli collegati, tutta la fase che realizza il regolamento delle negoziazioni, avviene sulla *blockchain*, attraverso la rete DLT, cfr. M. DE MARI, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offerings (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, in *O.D.C.*, fascicolo 2/2019, p. 272, nt. 7, si può notare come il "meccanismo centralizzato sia molto simile all'intestazione intermediata di quote di s.r.l. che, circolano tramite *crowdfunding*, [enfasi aggiunta]

deve specificare che, le piattaforme predette sono utilizzate come sistemi di scambio e di negoziazione, anzi per meglio dire sono infrastrutture tecnologiche che creano un ecosistema in grado di favorire lo scambio e la negoziazione. Con però l'avvertenza che, pur svolgendo tale delicato compito non sono ai sensi della disciplina MiFID, *trading venues* a ciò autorizzate, cioè non sono mercati regolamentati (MR), o sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), o sistemi organizzati di negoziazione (OTF), ai sensi dell'art. 63, del T.u.f.. Ora tali difficoltà sono in fase di superamento alla luce del decreto fintech³².

Non bisogna mai dimenticare che il funzionamento di tale innovativa forma di circolazione delle quote di s.r.l.-PMI e delle azioni è garantito dalla sinergia tra tre componenti della *Blockchain*: i *token* (fungibili e N.F.T.³³), gli *smart contract* e i *wallet*.

Alla luce di tale impostazione si può giungere a concludere che la circolazione in oggetto può avvenire mediante Le *Blockchain permissionless* che sono quelle in cui chiunque può partecipare al processo di validazione delle transazioni e chiunque può diventare un nodo della rete. Tra le *permissionless* le più note sono *Bitcoin* ed *Ethereum*, tuttavia ne esistono molte altre che hanno generato una propria moneta crittografica. Invece le *Blockchain permissioned* al contrario sono caratterizzate da un accesso alla rete ristretto ad alcuni partecipanti autorizzati e da un processo di validazione demandato a un gruppo ristretto di attori. Tra queste si ricordano *Corda* e *Hyperledger*.

In questa tassonomia si inseriscono alcune soluzioni 'ibride' come Ripple che per esempio permette a chiunque di partecipare alla rete, ma solo ad alcuni di occuparsi della validazione delle transazioni. Chiaramente gli operatori economici che vorranno una circolazione più sicura sceglieranno le seconde, chi vorrà selezionare diverse categorie di possessori delle quote sceglierà la terza, infine quelli che vorranno avere un tasso di rischio maggiore sceglieranno le prime. L'aspetto affascinante è rappresentato dal fatto che una rete digitale di nodi che si trasferiscono valore attraverso un sistema di algoritmi e regole crittografiche che permette di raggiungere il consenso, anche in assenza di fiducia, sulle modifiche da apportare a un registro distribuito che tiene traccia dei trasferimenti di asset digitali univoci, potrebbe condurre a disintermediare completamente la circolazione delle quote ma addirittura potrebbe condurre ad una concorrenza virtuosa tra diverse

cfr. M. CIAN, *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. Pmi: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Le Nuove leggi civ.*, 2018, p. 1260, anche dello stesso autore *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.A.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 4, p. 818.

³² Regolamento U.E 2022/858, art. 14 e ss. e d.l. 17 Marzo n. 25/2023, la quale recepisce in Italia tale regolamento.

³³ i non fungible tokens sono utilizzabili per rappresentare oggetti particolari e unici, sia del mondo fisico che digitale, mentre i fungible rappresentano sostanzialmente delle monete digitali. Con delle eccezioni. Molte volte anche un fungible token potrebbe essere utilizzato per rappresentare asset o parti di essi (è il caso di titoli azionari, opere d'arte, proprietà immobiliari).

piattaforme che utilizzano diverse blockchain generando una competizione basata sulla disintermediazione più efficiente³⁴, idea alla base del recente *pilot regime*.

Sono emerse quindi nuove tipologie di strumenti volti a superare i limiti normativi propri delle ICO, come le STO (Security Token Offering) già trattate in precedenza o i RATE (Real Agreement for Tokens and Equity)³⁵. Nel complesso, si tratta di strumenti che potenzialmente sono in grado di abilitare modelli di business molto innovativi, tuttavia, per coglierne appieno i benefici, sarà necessaria un'ulteriore evoluzione a livello di regole e di accettazione da parte del mercato³⁶.

Per ovviare a tali pressanti preoccupazioni la stessa innovazione digitale ha elaborato soluzioni che sarebbero adatte a rendere più sicura la circolazione di quote di s.r.l-PMI e di azioni rappresentati ed incorporati nei *token*.

Tutto ciò si potrebbe ottenere tramite l'utilizzo degli *stablecoin*³⁷ i quali sono asset digitali che godono delle garanzie e delle proprietà che rendono le criptovalute meno volatili. Il loro prezzo viene stabilizzato rispetto ad un asset di riferimento che può essere una moneta *fiat*, come il dollaro o l'euro, un bene come l'oro, oppure un indice, nel senso di una media raggiunta attraverso l'utilizzo di pesi legati a più prezzi di differenti merci.

Gli *stablecoin* rappresentano quindi l'incontro di due esigenze e potrebbero offrire l'unione dei vantaggi di due sistemi monetari: la versatilità e programmabilità delle criptovalute, con le garanzie e la stabilità delle monete garantite dai meccanismi istituzionali.

Per garantire la stabilità di una Criptovaluta esistono tre metodi principali i quali consentono di stabilizzare la volatilità³⁸ dei token e agganciare il loro valore a quello di una moneta *fiat*.

³⁴ Si noti che tale processo sembra replicare ciò che è avvenuto nel caso della nascita dei titoli di credito nell'Europa medievale, al fine di garantire ai mercanti una circolazione della ricchezza più veloce ma anche più sicura.

³⁵ Analizza in modo sistemico tali tecniche, C. SANDEI, *Initial Coin Offering e appello al pubblico risparmio*, in M. CIAN-C. SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, Padova, 2020, p. 280. L'Autrice, definisce il *token* nel seguente modo: « non è altro che un documento, ossia la rappresentazione di una posizione giuridica su un bene o di una pretesa verso un determinato soggetto ».

³⁶ Tale evoluzione viene ora governata tramite il regolamento U.E. 858/2022.

³⁷ il rapporto del G7 Group on Stablecoins, *Investigating the impact of global stablecoins*, di ottobre 2019, consultabile al seguente indirizzo internet: www.bis.org, cfr. con il regolamento U.E. M.I.C.A.R. regolamento U.E. 2023/1114, relativo ai mercati delle cripto-attività.

³⁸ Corte appello sez. I - Brescia, 30/10/2018, L'effettivo valore economico di una criptovaluta non può determinarsi con la perizia di stima in assenza di un sistema di scambio idoneo a determinare l'effettivo valore in euro. Edita in: *Rivista del Notariato* 2018, 6, II, 1283 *Rivista del Notariato* 2019, 3, II, 603 e *Banca Borsa Titoli di Credito* 2019, 6, II, 736, che ha così statuito: L'effettivo valore economico di una criptovaluta non può determinarsi con la perizia di stima e la procedura di cui al combinato disposto degli artt. 2264 e 2265 c.c. — riservata a beni, servizi ed altre utilità, diversi dal denaro — non essendo possibile attribuire valore di scambio ad un'entità (la criptovaluta) essa stessa costituente, al pari del denaro, elemento di scambio (contropartita) della negoziazione ed in assenza di un sistema di scambio idoneo a determinare l'effettivo valore in euro ad una certa data, cfr. per un orientamento contrario Corte appello sez. I - Brescia, 30/10/2018,

Il primo metodo è basato su un certificato di debito, c.d. (*IOU*). Un'entità centrale emette un token in cambio di un deposito di una moneta *fiat*, che si impegna a restituire a fronte del trasferimento di un token. La stabilizzazione offerta da questo sistema è garantita da un ente centrale. È il metodo più utilizzato. La moneta con la maggiore capitalizzazione nel momento attuale è Tether. Il secondo metodo è quello basato sulle c.d. "quote di signoraggio". Tale metodo non necessita di un'entità centrale e la stabilizzazione è ottenuta dall'esecuzione di un algoritmo, che a fronte di una variazione del prezzo, agisce iniettando token o ritirandoli dalla circolazione. Oggi non esistono casi significativi che utilizzano questo metodo.

Il terzo metodo è basato sull'uso di valori a garanzia c.d. (*collateralized stablecoin*). In un sistema di questo tipo chi possiede un asset digitale può utilizzarlo come garanzia per chiedere l'emissione di *stablecoin*, aprendo una posizione di debito. Gli *Stablecoin* hanno un

La "criptovaluta" deve essere assimilata, sul piano funzionale, al denaro, edita in *Rivista dei Dottori Commercialisti* 2019, 1, 52, che ha così statuito: La "criptovaluta" deve essere assimilata, sul piano funzionale, al denaro. Essa serve, infatti, come l'euro, per fare acquisti, sia pure non universalmente ma in un mercato limitato, ed in tale ambito opera quale marcatore (cioè quale contropartita), in termini di valore di scambio, dei beni, servizi, o altre utilità ivi oggetto di contrattazione. La "criptovaluta" è quindi da considerarsi, a tutti gli effetti, come moneta, e cioè quale mezzo di scambio nella contrattazione in un dato mercato, atto ad attribuir valore, quale contropartita di scambio, ai beni e servizi, o altre utilità, ivi negoziati. Non può pertanto essere considerata alla stregua di questi ultimi, che sono, come tali, suscettibili di acquisto con impiego del denaro, e perciò idonei ad essere economicamente oggetto di valutazione tecnica mediante perizia di stima. L'effettivo valore economico della "criptovaluta" non può in conseguenza determinarsi con la procedura di cui al combinato disposto dei due articoli 2264 e 2265 c.c. — riservata a beni, servizi ed altre utilità, diversi dal denaro — non essendo possibile, per le ragioni sopra esposte, attribuire valore di scambio ad un'entità essa stessa costituente elemento di scambio (contropartita) nella negoziazione. Non è, d'altro canto, dato conoscere, allo stato, un sistema di cambio per la "criptovaluta", che sia stabile ed agevolmente verificabile, come per le monete aventi corso legale in altri Stati (dollaro, yen, sterlina etc). Non è pertanto possibile assegnare alla criptovaluta — in assenza di un sistema di scambio idoneo a determinarne l'effettivo valore ad una certa data — un controvalore certo in euro, essendo a tal fine precluso, per le ragioni sopra esposte, il ricorso alla mediazione della perizia di stima. Conclusivamente, non è possibile attribuire alla criptovaluta una determinazione in valore (e cioè in euro) effettiva e certa. Va pertanto confermata e condivisa la valutazione espressa nella comunicazione del Notaio secondo il quale « le criptovalute, attesa la loro volatilità, non consentono una valutazione concreta del "quantum" destinato alla liberazione dell'aumento di capitale sottoscritto », cfr. anche Corte appello sez. I - Brescia, 24/10/2018, Le criptovalute non costituiscono conferimenti societari a causa della loro volatilità., edita in *Giurisprudenza Commerciale* 2020, 4, II, 883, che ha così statuito: Le criptovalute o monete virtuali devono essere assimilate, sul piano funzionale, al denaro, anche se, strutturalmente, presentano caratteristiche proprie dei beni mobili. Esse devono considerarsi come mezzo di scambio nella contrattazione in un dato mercato, atto ad attribuire valore, quale contropartita di scambio, a beni, servizi o altre utilità ivi negoziati. art. 2464 c.c. Il loro effettivo valore economico non può determinarsi mediante relazione giurata ai sensi dell'art. 2465 c.c., non essendo possibile attribuire valore di scambio a un'entità essa stessa costituente elemento di scambio (contropartita) nella negoziazione.

rapporto con gli Smart Contract, infatti una delle caratteristiche degli ultimi due sistemi, basati entrambi su *smart contract*, è che chiunque può verificare, in ogni momento e in modo preciso, l'entità delle garanzie, poiché queste sono registrate su una *Blockchain*³⁹.

Un esempio di convergenza tra stablecoin e regolatori pubblici è offerto da un token chiamato Gemini US Dollar. Il meccanismo usato è l'*IOU*, garantito dalla Gemini Trust Company, ed è stato autorizzato dal New York Department of Financial Services, dopo aver ricevuto da Gemini assicurazioni sulla messa in opera di misure di controllo per limitare il rischio che venga usato per il riciclaggio o il finanziamento di attività terroristiche⁴⁰.

Non bisogna mai dimenticare che il funzionamento di tale innovativa forma di circolazione delle quote di s.r.l.-PMI e delle azioni è garantito dalla sinergia tra tre componenti della *Blockchain*: i *token* (fungibili e N.F.T.⁴¹), gli smart contract e i wallet.

Infatti, soprattutto quando i token sono collegati ad asset fisici, oggi permangono significative limitazioni nella capacità di garantire il rispetto dei diritti rappresentati dal possesso dei token. Ad esempio, cosa succede se una s.r.l. cede a terzi la proprietà immobiliare che ha "tokenizzato" ed incorporato nella quota rappresentata dal token, si potrebbe dire il "token nel token", il soggetto che ha acquistato i *token* che rappresentano la quota non ha diritti di proprietà riconosciuti dalle leggi dello stato sull'asset in parola (tralasciando gli ulteriori problemi legati agli aspetti della pubblicità immobiliare ed a cosa trascrivere nella relativa nota) e quindi oggi non si vede riconoscere alcuna garanzia.

In conclusione, quando si valuta la modalità più efficace per implementare uno specifico modello di business, basato sulle tecnologie *blockchain* e *DLT* devono essere

³⁹ Per comprendere lo sviluppo del fenomeno nella sua evoluzione storica anche nelle sue interrelazioni con la società, v., A. MIGLIETTA-A. MINGARDI (a cura di), *Dal sesterzio al Bitcoin. Vecchie e nuove dimensioni del denaro*, Soveria Mannelli, 2020, p. 5 e ss.

⁴⁰ Tali approfondimenti sono consultabili al seguente indirizzo internet: blog.osservatori.net, cfr. Corte appello sez. I - Brescia, 30/10/2018, Il notaio può rifiutarsi di iscrivere nel registro delle imprese un aumento del capitale di una S.r.l. con previsione del conferimento con criptovaluta, edita in *Rivista del Notariato* 2019, 3, II, 603, che ha così statuito: È legittimo il rifiuto del notaio di iscrivere nel registro delle imprese una delibera di aumento reale del capitale di una S.r.l. con previsione del conferimento di una criptovaluta che in concreto, anche in considerazione del fatto che l'inserimento su piattaforme di conversione in moneta avente corso legale o in altre criptovalute sia solo previsto come futuro, non soddisfa il requisito di cui all'art. 2464, comma 2, c.c., cfr. Corte appello sez. I - Brescia, 24/10/2018, Limiti al conferimento delle criptovalute nel capitale di una s.r.l., edita in *IUS Societario* del 6 DICEMBRE 2018, che ha così statuito: In assenza di un sistema di scambio idoneo a determinarne l'effettivo valore ad una data certa, non è possibile assegnare ad una criptovaluta un controvalore certo in euro, con la conseguenza che tale moneta virtuale non può costituire elemento attivo idoneo al conferimento nel capitale di una s.r.l., cfr. anche G. NAVA, *I non-fungible token*, in AA.VV., *Il diritto nell'era digitale. Persona, Mercato, Amministrazione, Giustizia*, Milano, 2022, pp.265 e ss.

⁴¹ I non fungible tokens sono utilizzabili per rappresentare oggetti particolari e unici, sia del mondo fisico che digitale, mentre i fungible rappresentano sostanzialmente delle monete digitali. Con delle eccezioni. Molte volte anche un fungible token potrebbe essere utilizzato per rappresentare asset o parti di essi (è il caso di titoli azionari, opere d'arte, proprietà immobiliari).

tenute in considerazione le diverse tipologie di token e le relative caratteristiche delle varie modalità di emissione, prestando particolare attenzione anche alle normative che li regolano⁴².

In sintesi, la tecnologia *blockchain* serve a permettere gli scambi di *token* in maniera sicura e senza intermediari attraverso l'impiego di tecniche crittografiche⁴³. Inoltre la *blockchain* essendo programmabile permette di utilizzare gli *smart contract*⁴⁴ per creare nuovi *token* modellati secondo le esigenze degli operatori economici (nel caso che qui ci interessa potrebbe servire per far circolare quote standardizzate di s.r.l.-PMI con diritti diversi incorporati). In definitiva, progettare un *token* su una *blockchain*, significa definire in uno *smart contract* tutte le sue caratteristiche salienti, soltanto a titolo di esempio: numero di *token* in circolazione, soggetti abilitati a trasferirli, soggetti che possono utilizzare i *token* c.d. *token holder* ed infine le regole di accesso ai *token* progettati. A livello teorico si può affermare che ogni *token* può essere progettato in maniera diversa, in pratica però sono stati adottati alcuni standard comuni per velocizzare la loro progettazione⁴⁵. Una volta progettati i *token* vengono fatti circolare velocemente tramite *blockchain*, la tecnologia in parola permette di vedere il codice di progettazione dei *token* e quindi permette di verificare che gli stessi siano stati progettati correttamente, superato questo passaggio verranno gestiti e scambiati tramite i c.d. *wallet*.

La versatilità di tale tecnologia apre scenari inediti, in quanto i *token* possono essere utilizzati come moneta e sono le già descritte monete digitali come gli *stable coin* i quali appartengono alla vasta famiglia dei *token* fungibili, i beni fungibili sono quelli che possono essere sostituiti con qualcosa di identico e chiaramente il loro uso naturale è quello

⁴² Tali approfondimenti sono consultabili al seguente indirizzo internet: blog.osservatori.net.

⁴³ Tali tecniche diverranno più sicure in un prossimo futuro attraverso la diffusione della c.d. crittografia quantistica, o per essere più precisi, la distribuzione quantistica delle chiavi crittografiche *QKD* (*Quantum Key distribution*), spesso chiamata genericamente *Crittografia Quantistica*, per comprendere il funzionamento di tali tecniche, v. C. BENNETT, F. BASSETTE, G. BRASSARD, L. SALVAIL E J. SMOLIN: *Experimental quantum cryptography*, in *Journal of Cryptology*. C. BENNETT, G. BRASSARD, L. SALVAIL, J. SMOLIN, C. CREPEAU E M. H. SKUBISZEWSKA: *Practical Oblivious Ttransfer*.

C. BENNETT, G. BRASSARD, A. EKERT: *Crittografia quantistica*, in *Le Scienze* n° 192,

⁴⁴ Sullo *smart contract* come strumento esecutivo di un contratto, v. *ex multis* S.A. CERRATO, *Contratti tradizionali, diritto dei contratti e smart contract*, in R.BATTAGLINI-M.T.GIORDANO (a cura di), *Blockchain e Smart Contract*, Milano, 2019, pp. 290 e ss.

⁴⁵ Ad esempio gli standard: E.R.C. 20 e E.R.C. 721, tali approfondimenti sono consultabili al seguente indirizzo internet: blog.osservatori.net.

nell'ambito delle criptovalute⁴⁶. All'opposto vi sono gli N.F.C., i c.d. *non fungible token*⁴⁷, i quali hanno un codice identificativo che li rende unici, servono a rappresentare qualsiasi asset sia fisico che digitale, possono rappresentare oggetti particolari ed unici come asset fisici opere d'arte, proprietà immobiliari, azioni o quote di s.r.l., con l'avvertenza che nel caso di partecipazioni sociali standardizzate potrebbe essere utilizzato per rappresentarle anche un *token* fungibile *security token*.

Tutto ciò mostra come il percorso iniziato con la possibilità data alle s.r.l-PMI ma anche alle s.p.a. di utilizzare i portali *on-line* per far circolare le loro partecipazioni: quote ed azioni e quindi scambiarle attraverso la creazione di un mercato secondario delle stesse giunga ad un'ulteriore fase di sviluppo attraverso il superamento di qualsiasi forma di intermediazione con l'utilizzo della tecnologia D.L.T. con la *blockchain* e l'entrata delle s.p.a. e delle s.r.l. nell'universo della *token economy*⁴⁸. Ma tale prospettiva attentamente delineata impone cautela proprio in rapporto alla tutela del piccolo risparmiatore anche perché lo strumento in oggetto *il token* appare di difficile intelligibilità sia per gli utilizzatori che per i regolatori⁴⁹, anche considerando il fatto che la costituzione italiana all'art. 47 tutela il

⁴⁶ Esempi di monete digitali sono: *Bank digital coin L.B.D.C.*, *STABLE COIN*, *BRANDED CURRENCY* che permettono di tokenizzare il valore dell'impresa ed anche i *reputation coin* utilizzati nella *sharing economy*, cfr. con il regolamento europeo sui cripto-asset, c.d. M.I.C.A., il quale ha inteso dare un forte incremento all'utilizzo di tali innovazioni digitali anche alla luce del fatto che questo determinato *trend* tecnologico sia ormai il nostro presente e sicuramente il sarà il nostro futuro e che quindi vada regolato e non contrastato.

⁴⁷ Per una comprensione sistematica del fenomeno, v. A. GUACCERO G. SANDRELLI, *Non-Fungible Tokens (NFTs)*, in *B.B.T.C.*, N. 6/2022, cfr. G. NAVA, *I non-fungible token*, in AA.VV., *Il diritto nell'era digitale. Persona, Mercato, Amministrazione, Giustizia*, Milano, 2022, pp. 265 ss..

⁴⁸ Per comprendere l'evoluzione non solo della *token economy* ma anche la c.d. "rivoluzione" digitale applicata al diritto societario, v. N. ABRIANI., R. COSTI, *Diritto societario, digitalizzazione e intelligenza artificiale. In ricordo di Agostino Gambino*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Giuffrè, Milano, 2022, cfr. N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale. Dalla Fintech alla Corptech*, il Mulino, Bologna, 2021.

⁴⁹ L'unione europea attraverso il c.d. regime pilota ovvero il Regolamento U.E. 2022/858 ha inteso regolare la digitalizzazione degli strumenti finanziari, tale regolamento è stato recepito in Italia per mezzo del D.L. 17 Marzo 2023 n. 25, c.d. decreto Fintech e della delibera Consob n. 22923, tale "intelaiatura" di regole ha inteso tutelare il risparmiatore attraverso la previsione di una responsabilità solidale tra il responsabile del registro degli enti preposti alla digitalizzazione delle partecipazioni sociali e l'emittente di tali partecipazioni sempre che le due figure non coincidano dando luogo alla totale disintermediazione della digitalizzazione e circolazione delle partecipazioni sociali e l'ambigua separazione delle attività di negoziazione e post-negoziazione delle partecipazioni in oggetto, infatti l'art. 14 del Regolamento europeo in analisi prevede anche la possibilità di una infrastruttura di mercato D.L.T. dedicata nel regime pilota, vale a dire il TSS DLT, che combina le attività normalmente svolte da i sistemi multilaterali di negoziazione e dai sistemi di regolamento titoli, combinando fase di negoziazione e regolamento, inoltre in tale quadro normativo in evoluzione si inserisce anche la recente approvazione del d.d.l. Capitali, l. n. 21 del 5 Marzo 2024, il quale modifica l'art. 26 del decreto legge n. 179/2012, e prevede che le quote di categoria possano esistere in forma scritturale ai sensi di quanto previsto dall'art. 83 t.u.f., permettendo la gestione accentrata delle categorie di quote applicando la disciplina di cui alla

risparmio ed il risparmiatore⁵⁰, infatti la difficile intelligibilità del token e del suo modo di circolare rappresentano certamente l'ospite nascosto ed indesiderato dell'attuale transizione digitale soprattutto per il risparmiatore *unsophisticated*. Tale transizione costituisce sicuramente un progresso tecnologico ma appare fortemente discusso affermare che costituisca anche una forma di emancipazione del risparmiatore/investitore data la difficile comprensione di tali tecnologie al di fuori del ristretto gruppo di esperti in informatica.

sezione del capo IV del titolo II-bis della parte terza del t.u.f., con la gestione accentrata in regime di dematerializzazione, facendo transitare le quote in oggetto dall'essere considerate valori mobiliari a veri e propri strumenti finanziari con un regime di dematerializzazione analogo a quello già previsto per le azioni attraverso la Monte-titoli s.p.a..

⁵⁰ E. MORLINO, *La costituzione "dimenticata" Il risparmio popolare e l'investimento azionario nei grandi complessi produttivi*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, n. 1/2021 pp. 312-314, dove l'autrice delinea il percorso che ha portato a non incanalare il risparmio verso l'economia reale attraverso l'investimento nella struttura produttiva italiana, cfr. T. ZERBI, *Capitalismo di classe, capitalismo di stato, capitalismo di popolo*, Milano, Marzoni, 1946, il quale suggeriva che il miglior modo di difendere il risparmio fosse quello di investirlo in beni reali, infatti la costituzione stabilisce un legame tra risparmio e investimento in beni reali v. anche M. ATRIPALDI, *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento italiano*, Napoli, Editoriale scientifica, 2014; ID., *Il risparmio finalizzato agli investimenti socialmente rilevanti nell'ordinamento italiano*, Napoli, Jovene, 2009. Alla luce di tali ragionamenti ci si chiede come potrà il risparmiatore essere tutelato nel caso in cui il suo risparmio venga investito in strumenti finanziari completamente digitali i quali si distaccano sempre di più dal rapporto con l'andamento dell'economia reale, n.d.a..