

SECURITIES TOKEN OFFER (STO) E OFFERTA AL PUBBLICO DI PRODOTTI FINANZIARI



Avv. Francesco Dagnino - Milano, 29 ottobre 2019

- Qualificazione giuridica dei c.d. «*Token Digitali*»: il principio della neutralità tecnologica della regolamentazione.
- Tramonto delle «ICO» e alba delle «STO»? : l'incorporazione dei «Prodotti Finanziari» in «Token Digitali».
- Il quadro regolamentare comunitario e nazionale applicabile alle STO: offerta al pubblico, collocamento e mercato secondario.
- Scelta della giurisdizione e «mercato delle regole»: opportunità e rischi.

Che cos'è un Token Digitale?

- Che cos'è un titolo di credito? «supporto cartaceo» e incorporazione dei diritti.
- Che cos'è un «titolo di credito dematerializzato»? la trasformazione del certificato cartaceo in una scrittura contabile su di un registro elettronico (centralizzato).
- Che cos'è un «Token Digitale»? «Decentralizzazione» del «supporto», Blockchain e «disintermediazione».

Tipologie di Token Digitali

- La qualificazione giuridica dei «Token Digitali» deve essere effettuata caso per caso, avuto riguardo alla natura dei diritti incorporati nel Token: il principio della neutralità tecnologica della regolamentazione.
- Tipologie di «Token Digitali»: (a) *Payment Token*; (b) *Utility Token*; (c) *Asset Token*; (d) *Securities Token*; (e) *Hybrid Token*.

Che cosa sono le STO?

- Dopo un'euforia iniziale, il mercato dei c.d. Utility Token ha perso gran parte del suo appeal ed è opinione diffusa che il futuro delle offerte di Token Digitali sia legato alla possibilità di incorporare nei Token Digitali i «Prodotti Finanziari» (*Securities Token*).
- Le STO sono offerte al pubblico di «Prodotti Finanziari».
- Sono «Prodotti Finanziari» «gli Strumenti Finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria» (Art. 1, comma 1, lett. u), TUF).
- «Strumenti Finanziari»: valori mobiliari, strumenti del mercato monetario, quote di un organismo di investimento collettivo, derivati etc. (art. 1, comma 2, TUF e Allegato 1, sez. C, della Direttiva MiFID 2).
- «Valori mobiliari»: (a) azioni di società e altri titoli equivalenti, (b) obbligazioni e altri titoli di debito, (c) altri valori mobiliari che permettano di acquisire o di vendere i predetti valori mobiliari.
- La valutazione circa la riconducibilità all'archetipo «prodotto finanziario» deve essere effettuata in una prospettiva «funzionale» e «sostanzialistica» (Substance over Form).

Riconducibilità dei Token alla nozione di «Prodotto Finanziario»

- «**Prodotti Finanziari**» diversi dagli «Strumenti Finanziari»: «*ogni altra di investimento di natura finanziaria*» (categoria residuale).
- CONSOB ritiene necessaria la compresenza di tre elementi (cfr., inter alia, Comunicazione CONSOB n. DTC/13038246 del 6 maggio 2013):
 - a. impiego di capitale;
 - b. aspettativa di un **rendimento di natura finanziaria**;
 - c. assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all'impiego di capitale.
- Rendimento di natura finanziaria (Cassazione): «**investimento del capitale con la prospettiva dell'accrescimento delle disponibilità investite, senza l'apporto di prestazioni da parte dell'investitore diverse da quella di dare una somma di denaro**» (Cass. 5 febbraio 2013, n. 2736).
- Rendimento di natura finanziaria (CONSOB): prevalenza del connotato finanziario rispetto a quello di godere e disporre del bene acquisito con l'operazione; effettiva e predeterminata promessa, all'atto dell'instaurazione del rapporto contrattuale, di un rendimento collegato alla «res» tale da far ritenere che l'atteso incremento di valore del capitale impiegato (e il rischio a esso correlato) sia **elemento intrinseco all'operazione stessa diverso dal mero apprezzamento del bene nel tempo** (cfr. Comunicazione CONSOB n. DTC/13038246 del 6.5.2013).

E' possibile promuovere una STO nell'Unione Europea?

- L'attuale contesto regolamentare consente di promuovere una STO in Italia e nell'Unione Europea.
- L'offerta al pubblico rivolta a investitori domiciliati in Italia di Token Digitali riconducibili alle nozioni di «*valori mobiliari*», «*strumenti finanziari*» (diversi dai valori mobiliari) ovvero altri «*prodotti finanziari*» comporta l'obbligo - salvo l'applicazione delle esenzioni previste dalla legge - di pubblicazione di un prospetto ai sensi, a seconda del caso, del Regolamento (UE) 2017/1129 ("Regolamento Prospetto UE") ovvero dell'articolo 94 del TUF, soggetto all'approvazione della CONSOB.
- Le offerte di «*valori mobiliari*» sono ora soggette all'obbligo di pubblicazione del prospetto ai sensi del Regolamento Prospetto UE (disciplina armonizzata), mentre le offerte di "strumenti finanziari" diversi dai "valori mobiliari" sono soggette all'obbligo di pubblicazione del prospetto ai sensi del TUF.
- Gli emittenti qualificabili quale «PMI» possono redigere un prospetto semplificato, usufruendo della nuova disciplina del "Prospetto UE della crescita", ai sensi dell'art. 15 del Regolamento Prospetto.
- Il prospetto redatto ai sensi del Regolamento Prospetto UE gode del passaporto UE e può essere facilmente «passaportato» in tutti i paesi UE.

Offerte esenti dalla disciplina del prospetto ... ma non del collocamento...

- Esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto in Italia:
 - a. Il corrispettivo totale dell'offerta, nell'Unione Europea, è inferiore a Euro 8 milioni (calcolato su un periodo di 12 mesi).
 - b. L'offerta è rivolta unicamente a "investitori qualificati" (clienti professionali ai sensi della Direttiva MiFID 2).
 - c. L'offerta è rivolta a un numero di soggetti inferiore a 150 diversi dagli "investitori qualificati".
 - d. Il valore nominale unitario è di almeno di Euro 100k.
- Nel caso di offerta anche in altre giurisdizioni UE, l'esenzione relativa al corrispettivo totale dell'offerta deve essere valutata in relazione a ogni giurisdizione (min. Euro 1 milione mas Euro 8 milioni). E' inoltre necessario valutare gli adempimenti richiesti dalle singole giurisdizioni per le c.d. offerte sotto-soglia.
- Obbligo in ogni caso (a prescindere dal corrispettivo dell'offerta) di «collocamento» dei *Securities Token* che incorporano «strumenti finanziari» tramite un intermediario collocatore abilitato al servizio di «collocamento», che si sostanzia nell'attività diretta a far sottoscrivere agli investitori gli strumenti finanziari di nuova emissione.

STO Vs. IPO - Possibili vantaggi

- Possibilità per gli emittenti di raccogliere capitali sul mercato finanziario attraverso una **nuova asset class**, che, da un lato - a differenza dell'equity - non diluisce la proprietà e, dall'altro, può essere configurata come obbligazione con obbligo di rimborso o come strumento finanziario ibrido (*quasi equity, quasi debt*).
- Possibilità per gli emittenti di raccogliere risorse finanziarie denominate in criptovaluta quali ad es. Bitcoin, Ether etc. (e non solo valute *fiat*), con conseguente **accesso al mercato degli investitori che detengono criptovalute**;
- La **custodia e l'amministrazione** dei *Securities Token* può essere gestita **tramite un c.d. wallet**.
- Gestione automatica dei diritti incorporati nei *Token* tramite **Smart Contract** (*enforcement* automatico dei diritti).
- Potenziale **eliminazione delle barriere geografiche** all'offerta: la tecnologia Blockchain consente agli emittenti di offrire i *Token* a un mercato pressoché globale di investitori.
- **Potenziale eliminazione della necessità di una disciplina del post-trading** e potenziale **disintermediazione della maggior parte degli intermediari** tradizionalmente coinvolti in una IPO.
- **Costi** di quotazione potenzialmente **ridotti**.

Principali ostacoli normativi alla diffusione delle STO

- **Necessità di collocamento tramite un intermediario** finanziario abilitato alla prestazione del servizio di collocamento.
- **Mancanza di un mercato secondario** dei *Securities Token* e **disciplina della «gestione accentrata»** dei valori mobiliari in regime di dematerializzazione tramite un depositario centrale (artt. 83 ss. TUF).

Istituzione di un mercato secondaria dei *Securities Token*

- E' auspicabile l'istituzione nell'Unione Europea di un **Mercato MTF** (*Multilateral Trading Facility*) o di un **Mercato OTF** (*Organized Trading Facility*) riservato alla quotazione e alla negoziazione dei *Securities Token*.
- Vantaggi degli OTF rispetto agli MTF: l'esecuzione degli ordini può essere svolta dal gestore del mercato **su base discrezionale** (minore volatilità).
- L'autorizzazione all'istituzione e gestione di un MTF o di un OTF è rilasciata da CONSOB e può essere richiesta da una SIM, da una banca o da un gestore del mercato regolamentato.

Le sanzioni in caso di offerte in violazione della disciplina applicabile

L'offerta di Token Digitali in violazione della disciplina applicabile può comportare l'applicazione di *sanzioni penali e amministrative* in capo ai promotori della STO, agli amministratori e alla società emittente in ciascuna delle giurisdizioni in cui è stata effettuata l'offerta, nonché esporre questi ultimi ad azioni di *risarcimento danni* (responsabilità contrattuale o extra-contrattuale) da parte degli investitori.

Andare all'estero non è spesso la scelta più corretta...

- Numerose giurisdizioni extra-UE e UE hanno recentemente introdotto legislazioni specifiche (non passaportabili nell'UE) relative all'offerta al pubblico, al collocamento e alla negoziazione dei *Securities Token*, dando vita a un mercato primario e secondario dei *Securities Token*, nonché a forme di c.d. **«arbitraggio regolamentare» per attrarre il mercato delle STO.**
- Gli emittenti che promuovono una STO usufruendo di tali legislazioni **non possono offrire i Securities Token a investitori domiciliati in giurisdizioni diverse da quella nella quale l'emittente è stato autorizzato.**
- Gli intermediari che abbiano ottenuto licenze per l'istituzione di un mercato secondario di *Securities Token* al di fuori della disciplina UE armonizzata non possono operare nei confronti di investitori domiciliati in giurisdizioni diverse da quella nella quale l'intermediario è stato autorizzato.
- Ai fini dell'applicazione della disciplina nazionale in materia di prospetto e dell'obbligo di collocamento tramite intermediari finanziari abilitati al servizio di collocamento **è sufficiente che l'offerta sia rivolta a investitori domiciliati in Italia.**
- **E' irrilevante la circostanza che la società emittente sia costituita all'estero o abbia ottenuto autorizzazioni da parte dalle autorità di vigilanza di altre giurisdizioni** extra-UE o autorizzazioni «non passaportabili» da parte di autorità di vigilanza di paesi UE.

Avv. Francesco Dagnino

LEXIA AVVOCATI

Via dell'Annunciata, 23/4

20121 Milano

francesco.dagnino@lexia.it

MILANO

Via dell'Annunciata, 23/4

20121 Milano

T (+39) 02 3663 8610

E milano@lexia.it

ROMA

Piazza del Popolo, 3

00187 Roma

T (+39) 06 3265 0892

E roma@lexia.it

PALERMO

Via Quintino Sella, 77

90139 Palermo

T (+39) 091 3090 62

E palermo@lexia.it