



Fintech Bites

A podcast series

PODCAST TRANSCRIPT EQUITY CROWDFUNDING E TOKENIZZAZIONE

In this episode the focus is placed on equity crowdfunding and tokenisation in Italy.

The speakers explore how tokenisation could empower the equity crowdfunding market by discussing:

- > The applicable regulatory framework
- > Tokenisation for equity crowdfunding as a possible business model

The transcript is in Italian language.

17 MAY 2021

Equity crowdfunding e tokenizzazione.

Transcript.

Introduzione

Alessandro Tanno

Buongiorno a tutti e benvenuti a un nuovo episodio di Linklaters Fintech Bites, la nostra serie di podcast dedicata all'analisi, al racconto e alla condivisione di modelli di business e modelli operativi innovativi offerti dal panorama digitale italiano.

Io sono Alessandro Tanno, managing associate del dipartimento di Banking&Finance e coordinatore del gruppo Fintech&Digital Trasformation di Linklaters Milano e qui con me c'è Marta Castaldo, del dipartimento di Capital Markets.

Marta Castaldo

Grazie Alessandro e buongiorno a tutti.

Alessandro Tanno

Marta, oggi parleremo di Equity crowdfunding e tokenizzazione. Vogliamo partire collocando il mondo equity crowdfunding nel mercato?

Marta Castaldo

Certamente. L'*equity crowdfunding* rappresenta un mercato in espansione in Italia (alla data del 30 giugno 2020¹ l'*equity crowdfunding* è arrivato a 159 milioni raccolti) grazie anche a un quadro normativo che nel nostro paese permette già dal 2012 (con il Decreto Crescita bis) la possibilità di raccogliere capitale di rischio tramite portali online per le start-up innovative (possibilità in seguito estesa a tutte le PMI). La disciplina è stata poi ulteriormente implementata, fino ad arrivare all'attuale quadro normativo.

Nell'ottobre 2020 è stato finalmente approvato dal Parlamento Europeo il regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese – per la prima volta viene creato un framework normativo armonizzato a livello dell'unione per la regolamentazione dei portali di *crowdfunding*, *lending* ed *equity*. La disciplina entrerà in vigore a novembre 2021, mentre i gestori dei portali di crowdfunding che sono già soggetti a normative nazionali avranno tempo fino al novembre 2022 per adeguarsi alla normativa unificata.

Alessandro Tanno

Vogliamo prima richiamare alcuni aspetti fondamentali della regolamentazione dell'*equity crowdfunding* attualmente in vigore in Italia, per poi passare a sottolineare gli elementi più interessanti del nuovo regolamento UE?

¹ Report Politecnico di Milano.

Marta Castaldo

Assolutamente. In Italia la disciplina dell'equity crowdfunding è contenuta nel TUF (artt. 50 quinquies e 100 ter) e nel Regolamento di attuazione emanato dalla Consob.

I punti fondamentali della disciplina sono:

- In primo luogo, possono svolgere l'attività di raccolta di capitali mediante portali di equity crowdfunding (i) intermediari autorizzati, ad es. SIM, imprese di investimento UE (i c.d. "gestori di diritto" – iscritti nella sezione speciale del registro Consob); e (ii) i soggetti autorizzati dalla Consob e iscritti nell'apposito registro Consob. Questi ultimi non possono detenere direttamente somme di denaro di pertinenza degli investitori né eseguire direttamente gli ordini per la sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti sui propri portali – dovranno trasmettere gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche o SIM.
- Sono poi previsti una serie di requisiti per l'iscrizione nel registro Consob in qualità di portale di *equity crowdfunding*.

Alessandro Tanno

Fondamentale poi sono i regimi di intestazione dell'investimento in *equity crowdfunding*, per quanto riguarda le quote di S.r.l..

Marta Castaldo

Sì, sono previsti due possibili regimi di intestazione dell'investimento in *equity crowdfunding*:

- (i) Il Regime ordinario: ai sensi dell'art. 2470 c.c. CHE prevede la comunicazione alla camera di commercio di tutti i nuovi soci aderenti alla campagna di *equity crowdfunding*.
- (ii) Il Regime alternativo di intestazione ex art. 100 – ter TUF comma 2bis, ai sensi del quale l'intestazione delle quote avviene per il tramite un intermediario autorizzato (lo stesso soggetto che si occupa dell'esecuzione degli ordini) che:
 - effettua l'intestazione in nome proprio e per conto dei sottoscrittori; e
 - rilascia agli investitori una certificazione della titolarità delle quote.

Nel regime alternativo la vendita delle quote da parte di un sottoscrittore o del successivo acquirente avviene quindi mediante semplice annotazione del trasferimento nei registri tenuti dall'intermediario – il trasferimento si perfeziona mediante questa annotazione.

La successiva certificazione effettuata dall'intermediario, ai fini dell'esercizio dei diritti sociali, sostituisce ed esaurisce le formalità di cui all'articolo 2470, secondo comma, del codice civile.

Alessandro Tanno

Ma la normativa europea avrà un impatto su questo impianto?

Marta Castaldo

Il nuovo regolamento UE introduce disposizioni armonizzate che non dovrebbero modificare in maniera troppo significativa il quadro già in essere a livello nazionale.

Cito solo alcuni punti da evidenziare:

- Innanzitutto, viene fissato a 5 milioni il limite di importo delle offerte di crowdfunding per il medesimo titolare, che deve essere calcolato su un periodo di 12;
- Inoltre, potrà essere il portale stesso (anche se non gestito da un intermediario autorizzato) a gestire la ricezione e la trasmissione degli ordini. Permane invece il divieto di offrire ai clienti un sistema interno di abbinamento che esegua gli ordini su base multilaterale al fine di creare un mercato secondario: Ai fornitori di servizi di crowdfunding quindi è permesso unicamente di gestire una bacheca elettronica sulla quale consentire ai propri clienti di pubblicizzare l'interesse per l'acquisto e la vendita degli asset. Il perfezionamento delle attività di compravendita dovrà però necessariamente svolgersi nell'osservanza della normativa nazionale;
- Infine, viene introdotto un sistema di **passaporto** per i portali di equity crowdfunding autorizzati ai sensi del regolamento. Presentando istanza al punto di contatto unico del proprio stato membro il portale autorizzato potrà richiedere di prestare i propri servizi negli stati membri dallo stesso indicati. Queste informazioni verranno trasmesse all'ESMA, che aggiornerà di conseguenza il registro UE dei portali autorizzati.

La disciplina dell'equity crowdfunding attuale, così come modificata e integrata dalla normativa europea, presenta sicuramente aspetti vantaggiosi per gli operatori del settore, che potranno fornire i propri servizi in maniera armonizzata a livello europeo sulla base di un quadro legislativo piuttosto chiaro, soprattutto se paragonato ad altri settori Fintech che sono ancora molto poco, o quasi per nulla, regolamentati.

Alessandro Tanno

Se posso dire però, l'aspetto forse più problematico del sistema dell'*equity crowdfunding* è la mancanza di un mercato secondario sviluppato ed efficiente, sul quale sia possibile negoziare i titoli acquisiti nell'ambito delle campagne di crowdfunding.

Marta Castaldo

Esatto. È in questo contesto che abbiamo rilevato come nel mercato si stia prendendo in considerazione di tokenizzare le quote di investimento in *equity crowdfunding*, con l'idea di renderle liquide e facilmente trasferibili mediante un sistema decentralizzato come la blockchain.

Questo tema si pone in maniera particolarmente complessa e interessante proprio per le quote di s.r.l. Con riferimento alla società a responsabilità limitata, infatti, la dottrina discute da qualche anno la possibilità di qualificarle come beni mobiliari, se siano quindi potenzialmente incorporabili in security token.

Alessandro Tanno

visto che ci siamo Marta – vogliamo spiegare velocemente cosa si intende per tokenizzazione?

Marta Castaldo

Un token è un cosiddetto asset digitale, basato su un registro distribuito, che rappresenta un determinato asset.

I token possono essere di diversi tipi ma le due macro-categorie che possiamo identificare sono le seguenti:

- **utility token:** ovvero token che danno diritto a un determinato prodotto o servizio e non rappresentano il diritto di proprietà di un determinato asset “tradizionale”;
- **security token:** ovvero token che incorporano la titolarità uno strumento finanziario (quindi, anche i valori mobiliari) o di un altro tipo di asset “tradizionale”.

Alessandro Tanno

Quindi, la tokenizzazione è un processo mediante il quale beni “tradizionali”, come ad es. le azioni o le quote di una società, sono rappresentati attraverso un insieme di informazioni digitali registrate su una blockchain. I token quindi rappresenterebbero a tutti gli effetti l’asset reale e tutte le caratteristiche e i diritti ad esso associati.

Marta Castaldo

E, la blockchain, in quanto registro digitale che viene condiviso istantaneamente in una rete composta da molteplici partecipanti e detenuto contemporaneamente da ciascuno degli utenti (o nodi) sulla rete, permette il trasferimento e la custodia dei token senza la necessità di un intermediario e/o di una controparte centrale. Si definisce security token offering (STO) l’emissione di *security token* su una blockchain.

Ogni token viene emesso sulla blockchain di riferimento sulla base di un determinato standard, anche detto protocollo. Lo standard contiene le funzioni che quello specifico token potrà implementare, ed è un elemento fondamentale per permetterne lo scambio con altri token. I token emessi sulla base del medesimo standard avranno infatti tutti le stesse funzioni e potranno essere scambiati uniformemente sulla blockchain di riferimento. Diversi tipi di protocolli possono incorporare diverse funzioni nel token: alcuni protocolli potrebbero ad esempio permettere di limitare il trasferimento dei token solo a determinati soggetti *whitelisted*, o di includere restrizioni dettate dalla normativa di riferimento.

A livello europeo, un esempio interessante è quello della piattaforma tedesca di STO, Neufund, la quale ha condotto negli scorsi anni una serie di STO di successo, seppur segnalando una certa difficoltà nell'operare in un'area, come quella della tokenizzazione, che fino a poco tempo fa non era in Germania chiaramente regolamentata. Pur non essendo un portale di equity crowdfunding, nel 2019 ha permesso a una società produttrice di e-bike di emettere le proprie azioni tokenizzate sulla blockchain di Ethereum, raggiungendo una quota di investimenti pari a 1.4 milioni da parte di 1017 investitori, tra cui anche investitori retail.

Alessandro Tanno

ora che abbiamo parlato di equity crowdfunding e di tokenizzazione, adesso vediamo se e come questi due mondi possano esser combinati e generare possibili modelli di business.

Marta Castaldo

L'*equity crowdfunding* è un settore nel quale la tokenizzazione potrebbe essere utilizzata in maniera efficace, allo scopo di creare un mercato secondario che per il momento fatica a svilupparsi. Nella pratica, un portale di *equity crowdfunding* che sia interessato a facilitare lo sviluppo di un mercato secondario dei titoli acquisiti dagli investitori nell'ambito di una campagna di crowdfunding potrebbe quindi decidere offrire la possibilità di tokenizzare le azioni / le quote delle società che partecipano all'offerta sul portale, permettendone la circolazione sulla blockchain e creando così un mercato liquido ed appetibile per i potenziali investitori.

Nel caso dell'*equity crowdfunding*, i token sarebbero dei *security token*, ovvero rappresenterebbero la titolarità di un asset specifico, che potrebbe corrispondere a un'azione / quota di una società o anche, ad es., corrispondere solamente a una frazione di azione – quota o a un insieme di frazioni di quote di diverse società.

I diritti connessi ai token rappresentativi delle azioni e i trasferimenti degli stessi saranno registrati sulla blockchain e rappresentati da *smart contracts*. Nel caso di token rappresentativi di azioni / quote di società, i token potrebbero incorporare i diritti di un socio, come ad esempio il diritto di voto nell'assemblea, o il diritto di ricevere dividendi.

Alessandro Tanno

Vogliamo provare a fare una proposta di business model?

Marta Castaldo

Per procedere alla tokenizzazione il gestore autorizzato del portale di *equity crowdfunding* potrebbe:

- operare autonomamente sulla blockchain; e
- appoggiarsi a una piattaforma che posseda la tecnologia necessaria per occuparsi degli aspetti di tokenizzazione, svolgendo il ruolo di *system integrator*. Quest'ultimo sarà quindi un soggetto terzo (rispetto al portale autorizzato dalla Consob e rispetto all'intermediario autorizzato

incaricato della gestione degli ordini) che si occuperà di fornire gli strumenti tecnologici necessari all'emissione dei token.

Nell'ambito di questa proposta di business model il portale di equity crowdfunding potrebbe anche offrire agli investitori la possibilità di esercitare i propri diritti di azionisti, incorporati nei token, direttamente sul portale stesso, come ad esempio il diritto di voto nell'assemblea nella società della quale sono diventati soci, o la possibilità di ricevere di aggiornamenti periodici da parte della società nella quale hanno investito.

Alessandro Tanno

con indubbi vantaggi...

Marta Castaldo

Beh, i vantaggi di questo modello di business sarebbero molteplici:

- Verrebbe risolto il problema dell'illiquidità dell'investimento in PMI
- Si permetterebbe ai portali di *equity crowdfunding* di accedere a un pool di investitori più ampio, permettendo la creazione di un mercato secondario.
- Si contribuirebbe alla decentralizzazione del sistema finanziario e allo sviluppo di un mercato facilmente accessibile a fasce sempre più ampie di popolazione, (il concetto di *decentralised finance*).

Alessandro Tanno

Purtroppo però questo presenta ancora alcune criticità dal punto di vista della fattibilità a livello legale, sicuramente perlomeno ora che a differenza di altre giurisdizioni – come ad esempio il recente intervento fatto in Lussemburgo, siamo privi di una normativa dedicata e specifica. Perplexità che riguardano ad esempio la possibilità di superare – anche senza un intervento normativo - i requisiti previsti dall'ordinamento nazionale per il trasferimento per esempio di quote di srl. Sull'argomento tra l'altro la dottrina sta iniziando a pronunciarsi.

Marta Castaldo

Alcune di queste perplexità potrebbero trovare soluzione qualora entrasse in vigore il regime pilota europeo per le infrastrutture dei mercati finanziari basato su registri distribuiti ("*Regulation on a pilot regime for market infrastructures based on DLT*"), che permetterebbe agli intermediari autorizzati che presentino determinati requisiti la possibilità di operare piattaforme di trading multilaterale basate su registri distribuiti (*distributed ledger technology*). La proposta regolamentare, che fa parte della Digital Finance Strategy lanciata nel 2020 dalla Commissione Europea, è in corso di approvazione da parte delle autorità UE con l'obiettivo di entrare in vigore entro il 2024.

Alessandro Tanno

Grazie Marta per gli ottimi spunti ma siamo purtroppo giunti alla fine del nostro podcast in cui abbiamo esaminato l'*equity crowdfunding* e la tokenizzazione e analizzato come questi 2 mondi possano assieme declinare nuovi modelli di business. Una sfida di business ma anche legale molto interessante.

Grazie mille a tutti per esser stati con noi! Vi aspettiamo per il prossimo appuntamento di Linklaters Fintech Bites.

Authors



Alessandro Tanno

Practice coordinator of the Fintech and Digital Transformation Group in Milan of Linklaters Italy



Marta Castaldo

Member of the Fintech and Digital Transformation Group in Milan of Linklaters Italy



Go back to our
Fintech Bites page



Visit our
Digital and Fintech Hub



Find out more and
Contact us

Linklaters Studio Legale Associato

Studio Legale Associato
in association with Linklaters LLP
Via Broletto, 9
20121 Milan
Tel: (+39) 02 8839 351
Fax: (+39) 02 8839 35201

[linklaters.com](https://www.linklaters.com)

Studio Legale Associato is affiliated with Linklaters LLP, a limited liability partnership registered in England and Wales with registered number OC326345. It is a law firm authorised and regulated by the Solicitors Regulation Authority. The term partner in relation to Linklaters LLP is used to refer to a member of the LLP or an employee or consultant of Linklaters LLP or any of its affiliated firms or entities with equivalent standing and qualifications. A list of the names of the members of Linklaters LLP and of the non-members who are designated as partners and their professional qualifications is open to inspection at its registered office, One Silk Street, London EC2Y 8HQ, England or on www.linklaters.com and such persons are either solicitors, registered foreign lawyers or European lawyers. A list of the partners of Studio Legale Associato and their professional qualifications is available for inspection at the above offices or at www.linklaters.com/Italianpartners.