

Spett.le  
**Extraconomy Global S.r.l.**  
Via Nomentana 1018  
00137 Roma

*c.a.* Dott. Andrea Sabbatini

**Your reference**

**Our reference**

**E-mail**

[vincenzo.lamalfa@dlapiper.com](mailto:vincenzo.lamalfa@dlapiper.com)  
[andrea.pantaleo@dlapiper.com](mailto:andrea.pantaleo@dlapiper.com)

*Via email*

Milano, 27 Dicembre 2023

## **PARERE LEGALE SULLA QUALIFICAZIONE GIURIDICA DEL TOKEN EXTRACOIN (EXC)**

Spett.le Società,

Ci è stato chiesto un parere circa la qualificazione giuridica del token Extracoin (“**EXC**” o “**Token**”) in vista della possibile richiesta da parte di Extraconomy Global S.r.l. (“**Extraconomy**” o “**Emittente**”) di ammissione alla negoziazione del Token sulla piattaforma di *trading* operata da Cryptosmart S.r.l. (“**Cryptosmart**” o “**Exchange**”).

In particolare ci è stato richiesto di esprimere le nostre valutazioni in merito alla possibile qualificazione di EXC come:

- strumento finanziario ai sensi della Direttiva 2014/65/EU (“**MiFID II**”) e del D. Lgs. 58/1998 (“**TUF**”);
- “token collegato ad attività” (“**ART**”) o “token di moneta elettronica” (“**EMT**”) ai sensi del Regolamento EU 1114/2023 (“**MiCAR**”);
- prodotto finanziario ai sensi della disciplina sul collocamento e promozione a distanza ed offerta al pubblico *ex artt. 32 e 94-bis* del TUF.

Ai fini della redazione del presente parere, ci sono stati forniti:

- *whitepaper* redatto da Extraconomy e descrizione dell’iniziativa imprenditoriale cui è collegato il To+k
- en e funzionalità di quest’ultimo;

- indirizzo *blockchain* dello *smart contract* che regola l'emissione, trasferimento e funzionalità del Token.

Questo parere potrà essere fornito, per puri scopi informativi, a:\*/

- (1) qualsiasi persona o ente cui Extraconomy è obbligata a fornirne copia ai sensi di legge, in forza di procedure giudiziarie o amministrative, o nei confronti delle autorità di vigilanza che ne facciano richiesta;
- (2) qualsiasi entità del gruppo Extraconomy;
- (3) Cryptosmart per le finalità di ammissione alla negoziazione presso l'Exchange;

fermo restando che l'unico soggetto ad essere beneficiario delle nostre prestazioni di assistenza legale è - e rimarrà - la sola Extraconomy.

Il presente parere viene redatto con le seguenti precisazioni:

- (i) l'area delle crypto-attività è particolarmente complessa e, allo stato, non presenta una disciplina uniforme a livello europeo, quanto meno prima dall'effettiva data di applicazione del MiCAR. Di conseguenza, alcuni aspetti regolamentari potrebbero necessitare di revisione soprattutto alla luce della regolamentazione di secondo livello di ESMA prevista entro giugno 2024;
- (ii) ad eccezione dello *smart contract* verificabile su BSC, non sono state condotte indagini, ricerche o verifiche circa l'accuratezza dei fatti ed informazioni contenuti nel *whitepaper* e nel documento descrittivo della modello di *business*.

\* \* \*

## 1. Descrizione del modello di business dell'Emittente e caratteristiche del Token

Il progetto Extraconomy si fonda sulla creazione di una piattaforma di e-commerce (<https://extraconomy.com/>, la "**Piattaforma**") attraverso la quale imprese e privati possono vendere ed acquistare beni e servizi di diversa natura. La Piattaforma prevede dei meccanismi di incentivazione per gli utenti, ed in particolare:

- un sistema di *cashback* per il quale l'iscrizione e l'utilizzo della Piattaforma prevede l'assegnazione di crediti spendibili per acquisti o attività di *marketing* (annunci vetrina o evidenza) o convertibili, attraverso programma fedeltà, in denaro o Token;
- un programma di *referral* per il quale gli utenti godranno di ulteriori benefici nel caso di introduzione alla Piattaforma di nuovi utenti;
- ulteriori vantaggi, in forma di bonus, sconti e altri benefici in caso di utilizzo del Token per effettuare le transazioni sulla Piattaforma.

Per quanto attiene al Token, questo è stato creato secondo lo standard BEP-20 su Binance Smart Chain (“BSC”). Lo *smart contract* risulta caricato su BSC al seguente indirizzo

[0x894A56C1276e885ebB369b99E3d154512b4c682c](https://bscscan.com/address/0x894A56C1276e885ebB369b99E3d154512b4c682c)

Alla data odierna, la *maximum supply* di EXC è pari a 100 milioni di *token*, distribuita tra 102 *holders*.

Secondo la *roadmap* presentata nel *whitepaper*, l’Emittente ha strutturato l’emissione come segue:

- *private sale* di n. 20 milioni di Token al prezzo di Euro 0,015 per singolo token (già avviata), che prevede altresì per i sottoscrittori la possibilità, in caso di acquisto di un quantitativo minimo, di ottenere un coupon promozionale per beneficiare di vantaggi compensativi sulla Piattaforma;
- vendita su piattaforma di DeFi Uniswap per ulteriori 10 milioni di Token (già avviata);
- *listing* su un exchange centralizzato per un quantitativo stimato di 50 milioni di Token.

Nei documenti di presentazione del Token (*whitepaper* e descrizione del progetto), così come dal sito *internet* dell’Emittente e termini e condizioni di utilizzo, il Token viene presentato come *token* di pagamento nell’ambito delle transazioni effettuate sulla Piattaforma (o eventuali piattaforme terze che accettino il Token come mezzo di pagamento su base volontaria), senza ulteriori diritti od obblighi connessi. Il *whitepaper* in particolare precisa come il Token non conferisca alcun diritto sulle azioni dell’Emittente né diritti di voto o governance in Extraconomy, e come gli stessi Token non costituiscano una forma di debito da parte dell’Emittente.

Descritta la progettualità dell’Emittente, è possibile ora esaminare la qualificazione giuridica del Token.

\*

## **2. Rischi di qualificazione come strumento finanziario ai sensi di MiFID II e del TUF**

Lo scopo della presente sezione è quello di esaminare il Token circa i possibili profili di qualificazione dello stesso come strumento finanziario.

Nel caso infatti in cui il Token fosse classificabile come strumento finanziario, la prestazione dei servizi connessi (negoiazione da parte dell’Exchange) sarebbe soggetta al previo ottenimento di licenza alla prestazione dei servizi di investimento da parte di Cryptosmart (o di ogni altra piattaforma interessata alla negoziazione del Token) ai sensi del TUF. La disciplina di cui al TUF, e relativi regimi autorizzativi, sono infatti applicabili a condizione che l’*asset* di riferimento sia effettivamente qualificabile come “strumento finanziario”.

Sotto altro aspetto, la richiesta di ammissione alla negoziazione sul mercato e quindi la correlata offerta al pubblico di uno strumento finanziario dovrebbe necessariamente essere preceduta dalla redazione e approvazione da parte di Consob di prospetto informativo ai sensi degli artt. 94 e ss. del TUF.

Premesso che – nell’ambito di implementazione del MiCAR - sono in corso consultazioni sulla regolamentazione di secondo livello di ESMA che coinvolgeranno, nei primi mesi del 2024, anche i requisiti in presenza dei quali le crypto-attività potranno essere classificate come strumenti finanziari ai sensi di MiFID II, per quanto riguarda gli strumenti finanziari tokenizzati ad oggi il nostro regolatore Consob<sup>1</sup> sembra adottare un approccio che distingue tra:

- strumenti finanziari sotto forma di crypto-attività “native” (*security tokens*), ovvero create nativamente su DLT ed ivi esclusivamente circolanti, senza che esista un corrispondente strumento finanziario *off-chain* circolante secondo il modello tradizionale;
- strumenti finanziari sotto forma di crypto-attività “derivative” (*tokenised securities*), ovvero rappresentazioni in forma tokenizzata di strumenti finanziari emessi e circolanti secondo i modelli tradizionali.

\*

### 2.1 Riqualificazione dei Token come crypto-attività “native”

Nel citato Quaderno Giuridico – benché questo non abbia alcuna valenza normativa o regolamentare ma rappresenti solo riflessioni giuridiche dell’ autorità – Consob sembra paventare l’ipotesi che una crypto-attività avente spiccate caratteristiche finanziarie possa a essere uno strumento finanziario a prescindere dal collegamento con uno strumento finanziario propriamente inteso che “risiede” *off-chain*.

Nonostante il tentativo di prendere in considerazioni taluni elementi per configurarne la natura di strumento finanziario, quale la sua negoziabilità su sistemi di scambio, Consob non ha voluto dettare una linea interpretativa anche perché ciò avrebbe esulato le sue competenze regolamentari.

Richiamando tuttavia l’ [Advice di ESMA su “Initial Coin Offerings and Crypto-Assets”](#) del 9 gennaio 2019, Consob ha dunque adottato un approccio “in negativo” rilevando come – pur all’ interno di una analisi caso per caso – la natura di strumento finanziario debba considerarsi generalmente esclusa per quelle crypto-attività aventi una evidente componente *utility*, affermando che “*pur dovendosi, dunque, procedere a valutare caso per caso la possibilità di riqualificare i sedicenti utility tokens nei termini poc’ anzi visti di veri e propri security tokens, occorrerà il più delle volte prendere atto della - seppur consolatoria o arrendevole - conclusione a cui ha dovuto arrendersi la stessa ESMA nel rilevare come i diritti associati a tale tipologia di utility tokens «sembrano discostarsi eccessivamente da quelli di natura strutturalmente “finanziaria” e “monetaria” tipica dei valori mobiliari e/o degli strumenti finanziari”*”<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Si veda [Quaderni Giuridici Consob, Tokenizzazione di Azioni e Azioni Tokens, Gennaio 2023](#)

<sup>2</sup> Quaderni Giuridici Consob, [Tokenizzazione di Azioni e Azioni Tokens, Gennaio 2023](#), p. 61

Secondo le indicazioni fornite da ESMA nell'Advice sopra citato, e ricordate da Consob nel Quaderno Giuridico, “*crypto-assets may have different features and/or serve different functions. Some crypto-assets, sometimes referred to as ‘investment-type’ crypto-assets may have some profit rights attached, like equities, equity-like instruments or non-equity instruments. Others, so-called ‘utility-type’ crypto-assets, provide some ‘utility’ or consumption rights, e.g., the ability to use them to access or buy some of the services/products that the ecosystem in which they are built aims to offer. Others, so-called ‘payment-type’ crypto-assets, have no tangible value, except for the expectation they may serve as a means of exchange or payment to pay for goods or services that are external to the ecosystem in which they are built. Also, many have hybrid features or may evolve over time*”<sup>3</sup>.

Se ne deve dunque dedurre che, allo stato, un crypto-asset possa essere considerato a tutti gli effetti uno *utility token*, e non uno strumento finanziario, nel momento in cui conferisce al detentore delle “*utilità di utilizzo/consumo/acquisto di beni e/o servizi prodotti/forniti dalla stessa piattaforma di loro emissione, ovvero dal suo ecosistema*”<sup>4</sup>.

Sulla base di questi presupposti, riteniamo che il Token – in un’ottica di crypto-attività “nativa” secondo la classificazione Consob – abbia le caratteristiche di uno *utility token* considerato che lo stesso conferisce esclusivamente al detentore diritti di utilizzo e spesa sulla Piattaforma (o su altre piattaforme che ne accettino su base volontaria l’impiego in base ad accordi con l’Emittente), e dunque diritti di mera fruizione all’interno dell’ecosistema Extraconomy.

\*

## 2.2 Riqualficazione dei Token come crypto-attività “derivative”

Come accennato in precedenza, una crypto-attività “derivativa” viene considerata tale se “replica” uno strumento finanziario emesso e circolante secondo il modello tradizionale *off-chain*. Perché tale crypto-attività possa considerarsi uno strumento finanziario, è necessario dunque che replichi a sua volta uno strumento finanziario tradizionale.

In linea generale gli strumenti finanziari sono una categoria “chiusa” di prodotti e strumenti che è stata definita a livello europeo con la MIFID II, e recepita in Italia con il TUF ed i vari aggiornamenti dello stesso.

In particolare, l’Allegato I, Sezione C del TUF contiene l’elenco degli strumenti finanziari che sono di seguito indicati:

“(1) Valori mobiliari.

(2) Strumenti del mercato monetario.

---

<sup>3</sup> ESMA, Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9 Gennaio 2019, par. 19

<sup>4</sup> Quaderni Giuridici Consob, *Tokenizzazione di Azioni e Azioni Tokens*, Gennaio 2023, p. 58

*(3) Quote di un organismo di investimento collettivo.*

*(4) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (« future»), « swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, quote di emissione o altri strumenti finanziari derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti.*

*(5) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (« future»), « swap», contratti a termine (« forward»), e altri contratti su strumenti derivati connessi a merci quando l'esecuzione deve avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in contanti a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto.*

*(6) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (« future»), « swap» ed altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che possono essere regolati con consegna fisica purché negoziati su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, eccettuati i prodotti energetici all'ingrosso negoziati in un sistema organizzato di negoziazione che devono essere regolati con consegna fisica.*

*(7) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (« future»), « swap», contratti a termine (« forward») e altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che non possono essere eseguiti in modi diversi da quelli indicati al numero 6, che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati.*

*(8) Strumenti finanziari derivati per il trasferimento del rischio di credito.*

*(9) Contratti finanziari differenziali.*

*(10) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (« future»), « swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti su strumenti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, quando l'esecuzione avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti su strumenti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, non altrimenti indicati nella presente sezione, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione.*

*(11) Quote di emissioni che consistono di qualsiasi unità riconosciuta conforme ai requisiti della direttiva 2003/87/CE (sistema per lo scambio di emissioni).”*

E' opportuno quindi ai fini del presente parere verificare se il Token sia rappresentativo di *assets* con caratteristiche tali da ricadere in una o più delle suddette sottocategorie. A tal fine si riporta un'ulteriore descrizione di ciascuna sottocategoria al fine di poter condurre una verifica rispetto alle caratteristiche descritte del Token:

- a) Valori Mobiliari (art. 1, comma 1-bis del TUF): tale categoria è formata da un insieme composto dai seguenti ulteriori prodotti, quali: (a) azioni di società (o titoli equivalenti); (b) obbligazioni ed altri titoli di debito; (c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle lettere (a) e (b) o che comporti un regolamento “a pronti” determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure.
- b) Strumenti del mercato monetario (art. 1, comma 1-ter del TUF): si intendono categorie di strumenti normalmente negoziati nel mercato monetario, quali, ad esempio, i Buoni del Tesoro (BTP), i certificati di deposito e le carte commerciali.
- c) Quote di un organismo di investimento collettivo: si tratta di quote di fondi comuni di investimento.
- d) Strumenti da (4) a (10): si tratta di strumenti finanziari derivati il cui valore dipende (“deriva”) ed è connesso alla fluttuazione di determinati strumenti o indici sottostanti cui sono connessi (le varie diverse sfumature di tali strumenti sono indicate appunto nelle diverse possibilità di strutturazione di tali prodotti da (4) a (10)).
- e) Quote di emissioni: si tratta di specifici strumenti dedicati alla possibilità di effettuare trading di emissioni di anidride carbonica ai sensi della legislazione di settore dell'Unione Europea.

Come risulta dalle descrizioni sopra riportate con riferimento al Token, lo stesso non appare rappresentare strumento con caratteristiche tali da rientrare in nessuna delle sottocategorie che costituiscono la più ampia categoria degli “strumenti finanziari”. In particolare, rispetto alle categorie più rilevanti, il Token non è rappresentativo, né in via diretta né indiretta, di diritti di voto o governance nell'Emittente, non rappresenta un debito dell'Emittente nei confronti del titolare, non è rappresentativo di sottostanti quote di fondi, non “deriva” il proprio valore da alcun *asset* sottostante.

Pertanto il Token non appare poter essere configurato come uno “strumento finanziario” ai fini del TUF e/o della MIFID II.

\*

### **3. Rischi di qualificazione come ART o EMT**

In data 9 giugno 2023 è stato pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il Regolamento MiCA che disciplina, tra le altre, le attività di emissione ed offerta al pubblico e la prestazione di servizi correlati a crypto-attività.

Il Regolamento MiCA contempla tre categorie di crypto-attività, ed in particolare (i) gli *asset referenced tokens*, (ii) gli *e-money tokens*, e in via residuale (iii) gli *other non asset referenced tokens*.

Secondo le definizioni di MiCA

- per EMT si intende “*un tipo di crypto-attività che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una valuta ufficiale*”
- per ART si intende un “*tipo di crypto-attività che non è un token di moneta elettronica e che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento a un altro valore o diritto o a una combinazione dei due, comprese una o più valute ufficiali*”;
- per *other non asset referenced token*, categoria per l'appunto residuale, si intendono le crypto-attività diverse dagli ART ed EMT, ricadenti nell'ambito di applicazione del MiCA salvo l'applicazione di specifiche esenzioni.

I regimi previsti per l'emissione ed offerta di ART ed EMT differiscono in maniera significativa rispetto alla categoria residuale degli *other non asset referenced tokens*.

In particolare, a titolo esemplificativo è previsto che:

- gli emittenti di ART devono essere persone giuridiche stabilite nell'Unione Europea e debitamente autorizzate dall'Autorità di Vigilanza competente dello Stato Membro di origine, devono redigere un *whitepaper* conforme al dettato di MiCA, dotarsi di specifici assetti di *governance*, disporre di sufficienti fondi propri, detenere riserve a copertura delle proprie obbligazioni e garantire il diritto di rimborso;
- gli EMT possono invece essere emessi soltanto da enti creditizi o istituti di moneta elettronica, con conseguenti obblighi di patrimonialità di vigilanza e *governance*, deve essere pubblicato un *whitepaper* e deve in ogni caso essere garantito il riscatto *at par* 1:1 con la valuta di riferimento.

Ai fini di questo parere, la classificazione del Token come ART o EMT potrebbe comportare, ai sensi del MiCA, da un lato la violazione da parte dell'Emittente della normativa e dall'altro l'impossibilità per il prestatore di servizi di ammettere crypto-attività non “*MiCA compliant*” alla negoziazione sulla propria piattaforma di *trading*. Ove infatti il Token fosse classificabile come ART o EMT, l'Emittente allo stato – sulla base dell'attuale composizione societaria ed assetti organizzativi - non risulterebbe *compliant* al MiCA e, a decorrere dalla data di applicazione (30 giugno 2024), il Token non potrebbe essere ammesso al *trading* su Cryptosmart, essendo quest'ultima un prestatore di servizi su crypto-attività stabilito in Italia e pertanto soggetto alle regole del MiCA.

Come visto in precedenza, l'elemento caratterizzante di ART ed EMT è quello di prefiggersi l'obiettivo di ancorare il proprio valore (c.d. *peg*) ad un *asset* sottostante. L'ancoraggio ad una sola moneta *fiat* di riferimento determina la classificazione del token come EMT, mentre negli altri casi (ancoraggio ad altri diritti e valori o combinazione di essi, comprese una o più monete ufficiali) come ART.

In primo luogo, è necessario evidenziare che ai sensi del *whitepaper* rilasciato dall'Emittente, non risulta presente alcun meccanismo contrattuale o sostanziale di ancoraggio del Token ad un valore di riferimento sottostante né una procedura di riscatto del Token secondo un rapporto di valore (né tanto meno al valore nominale) con una o più valute *fiat* di riferimento che potrebbe far ritenere il Token classificabile come ART o EMT. Il valore del Token risulta infatti, anche secondo quella che è la *roadmap* indicata dall'Emittente, esclusivamente legato da un lato al successo dell'iniziativa imprenditoriale cui è legato (*i.e.* la Piattaforma), e dall'altro dall'andamento dei valori di mercato su Uniswap e, in prospettiva futura, sull'Exchange.

Tuttavia, dal momento che il MiCA detta come regola generale quella per la quale “*nel valutare e classificare le cripto-attività, le autorità competenti dovrebbero adottare un approccio basato sulla sostanza rispetto alla forma, in base al quale le caratteristiche della cripto-attività in questione determinano la classificazione e non la sua designazione da parte dell'emittente*” (*cfr.* Considerando n. 11 MiCA), abbiamo verificato lo *smart contract* dell'Emittente al fine di valutare se vi sia qualche elemento di correlazione del valore del Token ad un *asset* riferimento che – al di là di quanto dichiarato nel *whitepaper* – possa determinarne una classificazione come ART o EMT.

Come detto il Token è codificato secondo lo *standard* BEP-20 di BSC e lo *smart contract* che regola il Token è disponibile a questo [link](#). Sulla base dello *smart contract*, è possibile evidenziare l'assenza di qualsiasi funzioni o variabili interne che possa in qualche modo legare il valore del Token ad un *asset* sottostante (*on-chain* oppure *off-chain*), meccanismi di stabilizzazione del valore anche in forma algoritmica, riscatto a determinati valori.

In particolare non risultano inserite nel codice:

- variabili “*reserve*” che indichino eventuali valori delle riserve di valore cui il Token dovrebbe essere agganciato;
- variabili di “*peg*” che indichino il rapporto tra valore del Token e valore dell'*asset* di riferimento;
- funzioni di “*redeem*” che dovrebbero consentire il riscatto del Token da parte dell'*holder* in cambio di un sottostante;
- funzioni di “*adjustSupply*” che controllano la *supply* circolante in modo da mantenere mediante *minting* e *burning*, secondo meccanismi finanziari inflattivi o deflattivi, il valore del token agganciato a quello del valore di riferimento.

Alla luce di quanto sopra, possiamo concludere che il Token non rientri nelle categorie di ART o EMT, ma sia classificabile come *other non asset referenced token* ai sensi di MiCA. Pertanto, non trovano applicazione all'Emittente i requisiti previsti dal Titolo III e Titolo IV la cui inosservanza impedirebbe l'ammissione alla negoziazione su

piattaforme di *trading*, fermi restando gli obblighi, a partire dal 30 dicembre 2024, previsti dal Titolo II..

\*

#### **4. I rischi legati alla “offerta al pubblico di prodotti finanziari”**

Come accennato in precedenza, il TUF prevede altresì la categoria dei “prodotti finanziari” nel contesto delle offerte al pubblico ai sensi dell’art. 94-*bis* e del collocamento e promozione a distanza ai sensi dell’art. 32.

Nè il TUF nè i regolamenti attuativi Consob forniscono una definizione precisa di “prodotto finanziario”, che viene infatti comunemente intesa quale categoria “residuale” che include sia gli strumenti finanziari ma volta ad abbracciare qualsiasi iniziativa di offerta avente i caratteri della “finanziarietà”. In diverse occasioni la Consob e la Corte di Cassazione hanno avuto modo di soffermarsi sui requisiti in presenza dei quali, sulla base di una analisi caso per caso, l’offerta di un prodotto o servizio determini il suo assoggettamento alla disciplina dell’offerta al pubblico. In generale, un bene è considerare un prodotto come “prodotto finanziario” ove lo stesso comporti da parte del sottoscrittore:

i. l’impiego di capitale;

ii. l’assunzione di un rischio; e

iii. la prospettazione da parte dell’offerente e/o l’aspettativa da parte dell’investitore di un ritorno economico tale per cui il pubblico sia incoraggiato a sottoscrivere l’investimento a fronte di un rendimento prospettato.

Il requisito di cui al punto iii. è da sempre stato quello più discusso ed oggetto di interpretazione in relazione alle attività di offerta al pubblico. Consob ha costantemente interpretato tale requisito in modo da ritenerlo sussistente qualora vi fosse un meccanismo contrattuale per il quale un emittente prometta un rendimento, non essendo invece sufficiente l’intenzione dell’acquirente di conseguire un guadagno derivante dalla mera detenzione dell’investimento.

Nel *discussion paper* del 19 marzo 2019 sulle crypto-attività, Consob ha precisato come “con il procedere dell’innovazione finanziaria, tali orientamenti sono stati nel tempo ulteriormente specificati dalla Consob, fino a consentire di enucleare i seguenti ulteriori elementi di valutazione al fine di stabilire se un’operazione presenti gli elementi distintivi di un investimento di natura finanziaria: a) prevalenza del connotato finanziario rispetto a quello di godere e disporre del bene acquisito con l’operazione; b) “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 (ed il rischio ad esso correlato) sia elemento intrinseco”

Con specifico riferimento ai crypto-assets, Consob ha evidenziato come “nel caso dei token vengono spesso prospettati “rendimenti” che non sono chiaramente ricollegabili ai “rendimenti di natura finanziaria” (requisito quest’ultimo che costituisce uno degli

*elementi caratterizzanti il “prodotto finanziario”; cfr. supra). Le ICO, in base alle caratteristiche dei token offerti, possono determinare negli acquirenti aspettative di rendimenti/ritorni economici rappresentati, a grandi linee, da proventi: i) in via diretta (rendimenti parametrati all’andamento dei ricavi, dei volumi di beni e servizi venduti o dei profitti dell’iniziativa imprenditoriale; ii) in via indiretta, correlati al potenziale apprezzamento del valore dei token negoziati in dedicati exchange (che può dipendere dalla positiva performance dell’iniziativa imprenditoriale così come dalle sole dinamiche di mercato)”.*

Ciò detto, in relazione al Token – pur certamente sussistendo i requisiti dell’impiego di capitale e di assunzione di un rischio da parte degli acquirenti - non ravvisiamo elementi certi (*i.e.* meccanismi contrattuali contenuti nell’offerta) che possano determinare la sussistenza della promessa / aspettativa di rendimento.

E’ infatti vero che, ai sensi del *whitepaper*, i Token conferiscono agli utilizzatori determinati benefici. E’ tuttavia necessario osservare come tali benefici non siano di “natura finanziaria” secondo l’interpretazione data dalla Consob, e ciò perché da un lato non sono collegati all’acquisto e/o detenzione del Token quanto piuttosto al suo impiego (*i.e.* spesa) sulla Piattaforma per la conclusione di transazioni, ad esito delle quali gli utenti possono ricevere vantaggi in forma di scontistica e bonus.

Si consideri al riguardo che Consob nella [Comunicazione DEM/8035334 del 16-4-2008](#) ha precisato come “*secondo un criterio interpretativo elaborato dalla Commissione sin dalla vigenza della legge 216/1974, un rendimento ha carattere finanziario laddove l’impiego di capitale è determinato “da un’aspettativa di profitto, vale a dire di accrescimento delle disponibilità investite”. Diversamente, ove il conferimento di somme di denaro è “finalizzato alla trasformazione delle proprie disponibilità in beni reali idonei a soddisfare immediatamente i propri bisogni” può escludersi la finanziarietà dell’impiego e qualificarsi quest’ultimo alla stregua di un c.d. “investimento di consumo”.* Nel caso del Token il “guadagno”, inteso come beneficio consistente in scontistica o altri bonus, si avrebbe solo a seguito dell’impiego del Token per l’acquisto di un bene, e dunque per aversi “guadagno” si deve necessariamente avere una “spesa”, con esclusione dunque di ipotesi di “accrescimento delle disponibilità investite”.

In altri termini, qualsiasi beneficio connesso al Token è subordinato alla spesa del Token, il che da un lato esclude per l’appunto la possibilità di identificare una fattispecie di “accrescimento del valore dell’investimento” a beneficio del sottoscrittore, e dall’altro interrompe il nesso diretto tra l’acquisto / detenzione del Token e il conseguimento di un qualsiasi tipo di beneficio. Inoltre, non sono previsti diritti nei confronti dell’Emittente ed in modo particolare diritti di partecipazione agli utili derivanti dalla titolarità del Token.

In ogni caso, ferma l’assenza di specifici indicatori di una offerta al pubblico o collocamento e promozione di prodotti finanziari alla luce delle caratteristiche del modello imprenditoriale e del Token, è opportuno sottolineare come le campagne di *marketing* e promozionali associate al lancio del Token sull’Exchange dovranno essere effettuate tenendo in considerazione gli elementi caratterizzanti dell’offerta al pubblico, in particolare evitando riferimenti alle possibilità di rendimento (anche indiretto) eventualmente associate ai Token. Tale aspetto risulta particolarmente

importante dal momento che l'analisi di Consob rispetto alla configurazione o meno di un'offerta al pubblico di un "prodotto finanziario" si baserà su aspetti di fatto (e quindi su come la proposta è configurata ed è esposta anche nel materiale di marketing nei riguardi dei potenziali sottoscrittori) e meno su questioni di diritto (cioè su come è predisposta la relativa documentazione contrattuale).

\*

## 5. Conclusioni

Alla luce di quanto sopra esposto, sulla base di tutti gli elementi in nostro possesso, possiamo concludere che il Token:

- non è uno strumento finanziario ai sensi di MiFID II e del TUF;
- non è un ART o EMT ai sensi del MiCAR;
- non presenta, nell'ambito del progetto imprenditoriale in cui è inserito, le caratteristiche di una offerta o collocamento o promozione di un prodotto finanziario ai sensi degli artt. 32 e 94-*bis* del TUF. Si precisa in ogni caso che le caratteristiche di "finanziarietà" (o meno) di un prodotto dovranno essere verificate nel concreto avuto riguardo anche alle specifiche modalità di pubblicizzazione e di marketing poste in essere dall'Emittente o dall'offerente se diverso.

\* \* \*

Restiamo a disposizione per ogni chiarimento necessario

Cordiali saluti

Two handwritten signatures in blue ink. The first signature is a stylized 'DL' and the second is 'Vina & M...'.

DLA Piper  
Studio Legale Tributario Associato