

TOKEN COME DIRITTI DI VALORE & OFFERTE A TOKEN E CENTRI COMMERCIALI DECENTRALIZZATI:

Un'analisi del diritto civile dei titoli e del diritto di vigilanza sui titoli dal punto di vista del Liechtenstein, con particolare riferimento ai pertinenti atti dell'Unione europea

Josef Bergt

Impronta

Informazioni

bibliografiche della Deutsche Nationalbibliothek:

La Deutsche Nationalbibliothek elenca questa pubblicazione nella Deutsche Nationalbibliografie; dati bibliografici dettagliati sono disponibili su Internet all'indirizzo <http://dnb.dnb.de>.

© 2019 Josef Bergt

<https://www.bergtlaw.li/> | <https://www.bergtlaw.at/> | <https://bergt.tax/>

Produzione e pubblicazione: BoD - Books on Demand, Norderstedt

ISBN: 978-3-7519-2023-0

1a edizione maggio 2020 (Traduzione automatica in italiano)

*"L'immaginazione ci porterà spesso in mondi che non lo sono
mai stati.*

Ma senza di essa non andiamo da nessuna parte".¹

¹ *Carl Sagan* (1934 - 1996), astronomo, cosmologo, astrofisico, astrobiologo, presentatore televisivo, scrittore di saggistica, scrittore.

Prefazione / Riconoscimento

*"Nessun senso di colpa è più pressante di quello di dire grazie"*²

Il mio primo ringraziamento va quindi ai miei supervisori, ai miei compagni di corso, ai colleghi e ai collaboratori, che negli ultimi anni mi hanno più volte guidato in nuovi percorsi tematici scientificamente proficui con suggerimenti e contributi arricchenti alle discussioni.

Vorrei anche cogliere l'occasione per ringraziare i miei correttori di bozze diligenti e pazienti e tutte le persone che non sono state esplicitamente menzionate in questa sede.

I miei genitori, fratelli e sorelle e i miei colleghi occupano una posizione eccezionale sotto ogni aspetto. Un ringraziamento speciale va a loro.

Gams / Vaduz / Ranggen, nel novembre 2019
Josef Bergt

PS: Ma guardo al presente lavoro con un certo orgoglio e spero, da un lato, di non stancarmi mai del dibattito scientifico e, dall'altro, invito o invito tutti a falsificare o verificare empiricamente le tesi rappresentate in questo lavoro; solo in questo modo si può ottenere una validazione nel senso del metodo scientifico e attendo con ansia ogni ulteriore discorso scientifico.

² Sebbene questa citazione sia in parte attribuita all'oratore e statista romano *Marco Tullio Cicerone* (106 - 43 a.C.), è probabile che sia di origine sconosciuta per la mancanza di riferimenti comprensibili.

Note editoriali

Si sottolinea che nel presente documento il generico maschile viene utilizzato per ragioni di leggibilità. Tuttavia, l'uso della forma maschile di una parola include sempre la forma femminile.

Inoltre, nel presente trattato l'uso dell'Eszett (dopo il font Fraktur - "sz"; "ß") è completamente abbandonato e viene sostituito da una "doppia s". Tuttavia, le citazioni non ne risentono, poiché è da evitare qualsiasi tipo di falsificazione.

Nella misura in cui l'attuazione ha già avuto luogo nelle rispettive giurisdizioni, l'European Case Law Identifier (ECLI) viene utilizzato per citare le decisioni dei tribunali. Analogamente, il diritto derivato del diritto dell'Unione è citato utilizzando l'European Legislation Identifier (ELI).

Inoltre, va notato che per quanto riguarda la citazione, l'abbreviazione e le regole di citazione (AZR), ottava edizione, Vienna, 2019, di *Peter Dax* e *Gerhard Hopf*, sono seguite prevalentemente da *Peter Dax* e *Gerhard Hopf*.

Inoltre, va notato che i dati temporali senza ulteriori specificazioni, come nel caso di avverbi temporali (ad esempio, si sta cercando di modificare un certo settore del diritto), si riferiscono, in caso di dubbio, alla data di pubblicazione del documento scientifico in questione.

Infine, va sottolineato che le informazioni provenienti dalle autorità legali senza ulteriori informazioni sul paese si riferiscono in caso di dubbio alle leggi del Liechtenstein, a meno che non sia già chiara un'assegnazione, come nel caso della KWG tedesca o della OR svizzera. Se viene citato l'ABGB, si intende l'ABGB del Liechtenstein; la base austriaca per la prescrizione viene citata come ÖABGB, a meno che il contesto non indichi quale legge si intende.

Inoltre, va notato che questo documento è diviso in due titoli. I singoli lavori sono stati presentati all'Università del Liechtenstein come tesi di master nell'ambito del LL.M. in Diritto societario, delle fondazioni e

della fiducia ("Token as Value Rights"), così come in LL.M. Banking and Finance ("Token Offering and Decentralized Trading Centers"). I riferimenti (informazioni sui capitoli, numeri marginali, note a piè di pagina) sono generalmente da vedere in modo indipendente e si riferiscono alla rispettiva opera (il rispettivo titolo), a meno che non venga annotato un riferimento generale. Il presente lavoro è una ristampa delle tesi di master presentate all'Università del Liechtenstein.

Addendum alla 2a edizione - maggio 2020

In questa seconda edizione del mio lavoro, leggermente rivista, sono state fatte delle piccole concretizzazioni del contenuto, così come sono stati corretti diversi errori ortografici. L'essenza dell'opera rimane invariata ed è ancora scritta dal punto di vista del novembre/dicembre 2019. Le formulazioni che si riferiscono alle leggi "de lege lata" si riferiscono allo stato alla fine del 2019, ma le modifiche apportate dalla Legge sulla catena di blocco del Liechtenstein (TVTG), entrata in vigore nel frattempo, sono state comunque prese in considerazione in questo lavoro (con la nota "de lege ferenda").

Ulteriori discussioni e aggiornamenti saranno certamente necessari in futuro. Poiché il presente lavoro è da intendersi come parte di una (futura) serie sul diritto bancario e del mercato finanziario del Liechtenstein, anche altri autori sono cordialmente invitati a contattarmi e, se necessario, a scrivere contributi (ospiti) sull'argomento in questione, a contribuire con le loro riflessioni in qualche altro modo o a fornire assistenza per le traduzioni in altre lingue, al fine di realizzare effettivamente questa audace impresa a lungo termine e di rendere l'opera accessibile ad un vasto pubblico allo stesso tempo.

Colgo l'occasione per ringraziare il mio collega Wolfgang Fürnschuss e lo studio legale Advocatur Seeger, Frick & Partner AG, Schaan, che hanno difeso con successo le rivendicazioni illegittime di proprietà intellettuale del mio ex datore di lavoro su questo lavoro dinanzi ai tribunali del Liechtenstein (procedimento di sicurezza giuridicamente vincolante il 04 CG.2019.409 di 12.05.2020), che hanno contribuito in modo

significativo a far sì che il mio lavoro possa essere nuovamente pubblicato.

*"La censura è la più giovane di due sorelle vergognose, la più anziana si chiama Inquisizione."*³

*"Un censore è una matita o un uomo matita; una linea fatta di carne sui prodotti dello spirito, un coccodrillo che giace sulle rive del flusso di idee e morde le teste dei poeti che vi nuotano dentro."*⁴

La conoscenza è gratuita! La matita fatta di carne e l'uomo fatto di matita o i coccodrilli in agguato al flusso di idee sono stati uccisi dalla spada della Giustizia!

Gams, maggio 2020
Josef Bergt

PS: Questo lavoro è stato pubblicato anche in altre lingue. Le traduzioni dall'originale, che è stato scritto in tedesco, sono state fatte usando metodi di apprendimento profondo o di machine learning basati su reti neurali artificiali (intelligenza artificiale). Le traduzioni non sono perfette, ma trasmettono le idee e i messaggi rilevanti. Senza l'intelligenza artificiale una traduzione non sarebbe stata possibile con un preavviso così breve.

ISBN of the German version: 978-3-7504-2737-2
ISBN of the English version: 978-3-7519-3796-2
ISBN of the Spanish version: 978-3-7519-4425-0
ISBN of the French version: 978-3-7519-4426-7

³ *Johann Nepomuk Nestroy*, Freedom in Crow's Nest I, XIV secolo.

⁴ *Nestroy*, libertà nella tana del corvo, pezzi 26/I, 26 f.

Indice

Prefazione / Riconoscimento	XI
Note editoriali	XII
Addendum alla 2a edizione - maggio 2020	XIII
Indice	XVII
Indice	XIX
Elenco delle abbreviazioni.....	XXV
I. Gettoni come diritti di valore	1
II. Offerte a gettoni e centri commerciali decentralizzati	128
Bibliografia	i
Registro giudiziario.....	x
Fonti digitali	xi
Abstract.....	xxii
curriculum vitae	xxv

Indice

Prefazione / Riconoscimento	XI
Note editoriali	XII
Addendum alla 2a edizione - maggio 2020	XIII
Indice	XVII
Indice	XIX
Elenco delle abbreviazioni.....	XXV
I. Gettoni come diritti di valore	1
1. Introduzione, domanda di ricerca e domande di base sui gettoni 1	
1.1 Contratti a catena e contratti intelligenti	5
1.2 Gettone, monete e standardizzazione nonostante il depositum regolare	11
1.3 Conclusione diritto di proprietà gettonato	18
2. Titoli secondo PGR e le loro funzioni.....	19
2.1 valore indicativo e probatorio.....	22
2.2 Funzione di liberazione e legittimazione	24
2.3 Funzione di presentazione o di protezione del traffico	28
2.4 Funzione di trasporto	29
2.5 Conclusione sulle funzioni di diritto mobiliare e sulla loro applicazione ai titoli in forma scritturale ai sensi della TVTG e della PGR nuovo.....	30
3. Gettoni come titoli dematerializzati de lege lata?.....	32
3.1 Trasferimento dei diritti di valore	46
3.2 Manutenzione del registro delle azioni su una catena a blocchi	50
3.3 Conclusione registro delle azioni sulla Blockchain.....	55
3.4 Titoli contro valori mobiliari secondo il canone MiFID	56
3.5 Approvazioni e carte di puro nome sotto forma di gettoni .	60
4. Classificazione dei gettoni di diritto civile ai sensi della "Blockchain Act" del Liechtenstein (TVTG)	64
4.1 Diritti di valore secondo TVTG (principio di astrazione) e PGR (principio di causalità)	70

4.2	Conclusione Principio di astrazione e di causalità dopo l'introduzione della TVTG	82
5.	Tokenizzazione negli investimenti individuali e collettivi di capitale 88	
5.1	Problemi di delimitazione degli investimenti collettivi di capitale (strutture dei fondi)	89
5.2	Azioni gettonate in SPV e quote di fondi.....	93
5.3	Cooperative segmentate (PCC) in distinzione del Fondo .	101
5.4	Gettone di conclusione degli strumenti finanziari e degli investimenti collettivi di capitale.....	105
6.	Gettoni e diritto dei consumatori	108
7.	Principali risultati	116
7.1	La mappatura del pieno diritto di proprietà in un token..	118
7.2	Diritti di valore secondo TVTG e diritti di valore secondo PGR come modificato dal BuA 2019/93 (LGBI 2019.304) ...	119
7.3	Tokenizzazione in strutture di investimento collettivo e associazioni segmentate	121
7.4	Transazioni con iZm Token	123
II.	Offerte a gettoni e centri commerciali decentralizzati	128
1.	Introduzione e oggetto dell'indagine	128
1.1	Valutazione del diritto dei mercati finanziari dei modelli di business basati sul DLT	135
1.2	Pratica ufficiale dell'Autorità per i mercati finanziari del Liechtenstein	137
2.	Analisi del diritto dei mercati finanziari dei gettoni.....	141
2.1	Caratteristiche e campo di applicazione della BankG.....	142
2.2	Offerte a gettoni e operazioni bancarie.....	148
2.2.1	Attività bancaria (attività di deposito)	148
2.2.2	Definizione di attività di deposito e di moneta elettronica e di strumenti finanziari	155
2.2.3	Conclusione Ratei e risconti per le operazioni di deposito e di moneta elettronica.....	171
2.2.4	Operazioni bancarie (attività creditizia).....	176
2.2.5	Conclusione Attività di acquisizione e di factoring.....	181
2.3	Gettoni come strumenti finanziari.....	181
2.3.1	Valori mobiliari.....	184

a. Standardizzazione	190
b. Tradabilità sul mercato dei capitali	192
c. Trasferibilità	195
2.3.2 Azioni, titoli di capitale e valori mobiliari non azionari 195	
2.3.3 Operazioni su derivati	199
a. Derivati su merci	203
b. Differenza rispetto ai documenti tradizionali o merceologici (diritto civile)	205
2.3.4 Quote di organismi di investimento collettivo del risparmio	207
2.3.5 Conclusione sulla prospettiva di vigilanza della tokenizzazione	210
2.4 Mercati regolamentati, MTF & OTF, SI	212
2.4.1 Multilateral Trading Facility (MTF)	220
2.4.2 Conclusione MTF	226
2.4.3 Sistemi di Trading Organizzato (OTF)	227
2.4.4 Internalizzatori sistematici (SI)	230
2.4.5 Panoramica delle sedi di negoziazione organizzate	235
2.4.6 Conclusione Sedi di negoziazione organizzate	238
2.4.7 Riproduzione di un CCP per gettoni di utilità e vantaggi della catena a blocchi	240
2.5 DEX come sede di negoziazione e altri servizi di investimento	244
2.5.1 Intermediazione di acquisizioni	252
2.5.2 Gestione del portafoglio, consulenza in materia di investimenti e analisi finanziaria	254
2.5.3 Conclusione Frontend e Backend di un DEX, Market Making e SI	258
2.5.4 TVTG e DEX	260
2.5.5 Conclusion Bulletin Board e DEX come fornitore di servizi a prezzi VT?	264
2.5.6 Servizi di fornitura dati e bacheche	265
2.6 Considerazioni sul prospetto	268
2.6.1 Definizione di titoli e offerta al pubblico	269
2.6.2 Esenzioni dall'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo	275

2.6.3	Conclusione Giocatori su un requisito DEX e prospetto informativo	277
2.7	Scuderie e moneta elettronica	279
2.7.1	Legge sulla moneta elettronica - campo di applicazione	280
2.7.2	Conclusione sulla portata territoriale del regime della moneta elettronica	284
2.7.3	gettoni come moneta elettronica, portafogli e determinati conti di pagamento per la moneta elettronica	286
2.7.4	Conclusione valore monetario e gestione della moneta elettronica sui portafogli.....	307
2.7.5	E-soldi elettronici ed esenzioni.....	309
2.7.6	Negoziazione di Stablecoins e di moneta elettronica sull'esempio di Tether	311
2.7.7	Conclusione dell'azione bilaterale e multilaterale sulla moneta elettronica	325
2.7.8	Valore monetario - Revival della clausola della suoneria?	328
2.8	Servizi di pagamento e modelli di business basati su token	334
2.8.1	Forte autenticazione del cliente	339
2.8.2	Esenzioni dall'autorizzazione secondo ZDG.....	341
2.8.3	Conclusione Eccezioni secondo ZDG ai sensi della PSD II	344
2.9	Uffici di cambio secondo il GSP come modificato dalle	
	LGBI 2009.047 e 2019.302	346
2.10	Conclusione sulla prevenzione del riciclaggio di denaro e altri intermediari finanziari	355
3.	Panoramica degli aspetti normativi della TVTG	359
4.	Risultati centrali	365
4.1	Operazioni bancarie, moneta elettronica, strumenti finanziari e valute virtuali	365
4.2	Centri commerciali centrali e decentralizzati.....	373
	Bibliografia	i
	Registro giudiziario	x

Fonti digitali	xi
Abstract.....	xxii
curriculum vitae.....	xxv

Elenco delle abbreviazioni

aA	vista dissenziente
ibidem.	nel luogo dichiarato/specificato
GU C	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea (comunicazioni e annunci)
GU L	Gazzetta ufficiale dell'Unione europea (legislazione)
TFUE	Trattato sul funzionamento dell'Unione europea
aF	vecchia versione
AIFMD	Direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi
Nota	Nota
API	Interfaccia di programmazione delle applicazioni
ATS	sistema di trading alternativo
BankG	Legge sulle banche (Liechtenstein)
BTC	Bitcoin
BuA	Relazione e richiesta del Governo al Parlamento del Principato del Liechtenstein
BWG	Legge sulle banche (Austria)

Elenco delle abbreviazioni

CCP	Controparte centrale (stanza di compensazione)
CFD	contratto per differenza
CRD	Direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD IV, 2013/36/UE; CRD III, 2006/48/CE)
CRR	Regolamento sui requisiti patrimoniali UE/575/2013
CSDR	Regolamento sui depositari centrali di titoli UE/909/2014
DAO	Organizzazione autonoma decentralizzata
Del regolamento	Regolamento delegato
DEX	scambio decentralizzato
DGSD	Direttiva sui sistemi di garanzia dei depositi 2014/49/UE
DLT	Tecnologia Ledger distribuita
DVO	Regolamento di attuazione
DvP	consegna contro pagamento
EAG	Legge sulla garanzia dei depositi e sul risarcimento degli investitori (Liechtenstein)
EBA	Autorità bancaria europea

es.	esempio gratuito
EGG	Legge sulla moneta elettronica (Liechtenstein)
ELI	Identificatore della legislazione europea
Direttiva EMD / E-Money	Direttiva sulla moneta elettronica / Direttiva sulla moneta elettronica (Direttiva sulla moneta elettronica II, 2009/110/CE; Direttiva sulla moneta elettronica I, 2000/46/CE)
EMIR	Regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo UE/648/2012
ESMA	Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati
etc pp	et cetera perge, perge
ETH	Etere
BCE	Banca Centrale Europea
FAGG	Legge sulla distanza e sul commercio estero (Liechtenstein)
FCA	Autorità di Condotta Finanziaria (Regno Unito)
FernFinG	Legge sui servizi finanziari a distanza (Liechtenstein)

Elenco delle abbreviazioni

ff / et seqqq	Continua / et sequentes
FINMA	Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (CH)
BaFin	Istituto federale per Vigilanza sui servizi finanziari
FMA	Autorità per il mercato finanziario (Liechtenstein o Austria)
FMAG	Legge sulla vigilanza dei mercati finanziari (Liechtenstein; e successive modifiche BuA 2019/93 e LGBl 2019.303)
FN	Nota a piè di pagina
GewG	Legge sul commercio (Liechtenstein; modificata da BuA 2019/93 e LGBl 2019.305)
GRC	Carta dei diritti fondamentali
GW-RL	Direttiva sul riciclaggio di denaro (5a direttiva sul riciclaggio di denaro, 2018/843; 4a direttiva sul riciclaggio di denaro, 2015/849)
Ibidem / ibidem	Ibidem / ibidem
IDD	Direttiva sulla distribuzione delle assicurazioni UE/2016/97

Idem / ders	lo stesso
idF	nella versione
idS	in questo senso
vale a dire	id est
iSd	ai fini di
ITS	Implementazione delle norme tecniche
IUG	Diritto delle imprese di investimento (Liechtenstein)
iVm	in collaborazione con
JCD (SEE)	Decisione del Comitato misto (decisione del Comitato misto SEE)
Direttiva sulle clausole	Clausola Direttiva 93/13/CEE
KMG	Legge sul mercato dei capitali (Austria)
KSchG	Legge sulla tutela dei consumatori (Liechtenstein)
KWG	Legge bancaria (Germania)
gamba cit	legis citatae
LES	Raccolta di decisioni del Liechtenstein

Elenco delle abbreviazioni

LGBI	Gazzetta ufficiale nazionale (Liechtenstein)
LJZ	Giornale degli avvocati del Liechtenstein
MAD	Direttiva sugli abusi di mercato 2014/57/UE
MAR / MMVO	Regolamento sugli abusi di mercato UE/596/2014
MiFID	Direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID II, 2014/65/UE; MiFID I, 2004/39/EG)
MiFIR	Regolamento sui mercati degli strumenti finanziari UE/600/2014
MTF	Multilateral Trading Facility
mwN	con prove aggiuntive
NCA / NSA	Autorità nazionale competente / Autorità nazionale di vigilanza
nF	versione riveduta
NFC	Controparte non finanziaria
OPPURE	Codice delle obbligazioni (CH)
OSI	Modello di interconnessione dei sistemi aperti
OTC	Al banco (fuori borsa)

OTF	Sistema di Trading Organizzato
PERG	Il manuale di guida perimetrale
PGR	Legge sulle persone e sulle società (Liechtenstein; (modificata da BuA 2019/93 e LGBl 2019.304)
PoS/PoW	prova di lavoro / prova di presa
Regolamento dell'opuscolo	Regolamento sul prospetto UE/2017/1129
PSD	Direttiva sui servizi di pagamento (PSD II, EU/2015/2366; PSD I, 2007/64/CE)
RTS	Norme tecniche di regolamentazione
Rz	Numero del margine/numero del bordo
s	vedi
sa	vedi anche
SI	Internalizzatore sistematico
sl	sine loco (senza posto)
Solvibilità II	Direttiva Solvibilità II 2009/138/CE
GSP	Legge sulla Due Diligence (Liechtenstein; (e successive modifiche BuA 2019/93 e LGBl 2019.302)

Elenco delle abbreviazioni

SPV / SSPV	Veicoli speciali di cartolarizzazione Veicoli speciali di cartolarizzazione
RS	Diritto di proprietà (Liechtenstein)
SSI	Identità Sovrana
REGOLAMENTO SSM	Regolamento sul meccanismo di vigilanza unico UE/1024/2013
Ponte	Diritto tributario (Liechtenstein)
StGH	Corte di giustizia dello Stato (Liechtenstein)
STSR	Regolamento semplice, trasparente e standardizzato o regolamento di cartolarizzazione o regolamento di cartolarizzazione o regolamento di cartolarizzazione o regolamento di cartolarizzazione EEU/2017/2402
TVTG	Legge sui gettoni e i fornitori di servizi tecnologici di fiducia (Liechtenstein; modificata da BuA 2019/93 e LGBl 2019.301, se non diversamente specificato)
e simili	e simili

UCITSD	Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari Direttiva 2014/91/UE
USDT	Legame del dollaro USA
UVS	Senato amministrativo indipendente (Austria)
VersAG	Legge sulla sorveglianza delle assicurazioni (Liechtenstein)
VersVertG	Legge sulla distribuzione delle assicurazioni (Liechtenstein)
VnB	Rapporto di consultazione (Liechtenstein)
VRRL	Direttiva sui diritti dei consumatori 2011/83/UE
WAG	Legge sulla vigilanza dei titoli (Austria)
ZDG	Legge sui servizi di pagamento (Liechtenstein)

I. Gettoni come diritti di valore

Poiché le presenti tesi trattano in particolare del diritto del Liechtenstein, questo lavoro dovrebbe essere introdotto con la seguente citazione sul "Crypto Country" Liechtenstein: *"In passato il transaction banking, e soprattutto il campo di fintech, è diventato sempre più importante per il mercato del Liechtenstein."*⁵

1

1. Introduzione, domanda di ricerca e domande di base sui gettoni

In questa parte I - "Gettoni come titoli in forma scritturale" - a differenza della parte II - "Offerte di gettoni e centri di negoziazione decentralizzati" - l'attenzione si concentrerà sulla classificazione di diritto civile e sulle norme di trasferimento delle valute e dei gettoni criptati secondo il diritto del Liechtenstein. L'obiettivo della Parte I è di esaminare se i gettoni possono essere trattati in modo analogo ai titoli o, in generale, come titoli dematerializzati - vale a dire, titoli in forma scritturale - o almeno possono essere concepiti come tali. A questo proposito, è da indagare la possibilità di rappresentare i diritti - patrimoniali e personali⁶ -.

2

L'obiettivo è quello di indagare la rappresentazione dei diritti in token sia de lege lata, al momento della pubblicazione di questo lavoro e

3

⁵ Frick/Vogt a Barnes (Hrsg), Banking Regulation Review, S 318.

⁶ Si veda a questo proposito la presunta triade dei diritti di proprietà della legge sul risarcimento dei danni di cui al § 1293 ABGB, che definisce il danno come uno svantaggio per la proprietà, i diritti o la persona. Tuttavia, i diritti di proprietà e di persona si basano già su tutti i diritti possibili, vedi Reischauer in Rummel, ABGB, 3a edizione, § 1293 ABGB, Rz 1.

quindi prima dell'entrata in vigore della TVTG, sia⁷de lege ferenda, dopo l'attuazione e l'entrata in vigore della TVTG con il 01.01.2020. In assenza di un elemento della fisicità⁸ dei gettoni, sembra inopportuno parlare di cartolarizzazione dei diritti, come nel caso dei titoli.⁹ Piuttosto, il concetto di diritti di proprietà o di diritti di valore sembra essere

⁷ Relazione e mozione 2019/54 (o BuA 2019/93) del governo al Parlamento del Principato del Liechtenstein in merito alla creazione di una legge sui gettoni e i fornitori di servizi VT (Token e VT Service Provider Act; TVTG) e alla modifica di altre leggi; in pratica, la TVTG viene spesso indicata anche come "Blockchain Act", cfr. *Nägele/Bergt*, Cryptocurrencies and blockchain technology in Liechtenstein supervisory law, Regulatory grey area? LJZ 2/18, pag. 63 (64); *Nägele/Xander*, offerte con gettone, in particolare offerte di monete metalliche iniziali (ICO) e offerte di gettoni di sicurezza (STO) nonché gettoni nel diritto del Liechtenstein: contesto normativo e prospettive, Rz 18.53 in *Piska/Völkel* (a cura di), Blockchain Rules; nella sua relazione di consultazione sulla creazione di una legge sui sistemi di transazione basati su tecnologie affidabili (Blockchain Act; VT Act; VTG) e sulla modifica di altre leggi, che è stata adottata dal governo il 28 agosto 2018, il governo ha anche fatto riferimento alla VTG, che all'epoca era in consultazione, come "Blockchain Act".

⁸ BuA 2019/54, pag. 62; il diritto di proprietà non definisce il concetto di proprietà, ma fa riferimento alla proprietà di terreni e veicoli nell'art. 20 SR in combinato disposto con gli art. 34 e 171 SR - cfr. *Arnet* in CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, art. 641 ZGB, N 6; idem, N 10: *"Solo gli oggetti materiali con un'estensione spaziale possono avere una qualità materiale. I diritti e le energie non sono cose, ma in alcuni casi sono trattati come cose"* - secondo questo, i gettoni, come rappresentazioni digitali di dati memorizzati elettronicamente o magneticamente e quindi in ultima analisi come energia elettromagnetica, non sono cose secondo questo ristretto concetto di diritto di proprietà. Tuttavia, come software, i gettoni possono rappresentare contenuti digitali o merci, si veda il Titolo II. Capitolo II.2.2.2, FN 395.

⁹ Non può essere stabilito alcun titolo per il credito. Tuttavia, se tale rivendicazione è documentata in un atto, i diritti reali possono essere ordinati in questo atto, che ha una fisicità sotto forma di carta, *Arnet* in CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 641 ZGB, N 10; il concetto di diritto di proprietà

più appropriato. Si esaminerà come la PGR,¹⁰ prima della modifica delle disposizioni del diritto civile in materia di titoli nella sezione finale della PGR, tratti tali titoli dematerializzati o dematerializzati nel contesto dell'attuazione della TVTG e come tratti le circostanze che prevedono tali titoli dematerializzati nel modello di business; tuttavia, si esamineranno anche le disposizioni positive de lege ferenda che la TVTG stessa, e in particolare la modifica della sezione finale della PGR, comportano a tale riguardo.

Di conseguenza, è anche necessario distinguere il concetto di diritto civile dei valori mobiliari dal concetto di valori mobiliari o strumenti finanziari che sono trasferibili secondo il diritto di vigilanza. A questo

4

del Liechtenstein è stato ricevuto dalla Svizzera e si basa, analogamente al BGB tedesco (§ 90 BGB), su oggetti impersonali, fisici e spazialmente delimitati che possono essere sottoposti al controllo umano. L'ABGB austriaco, invece, che si basa sul diritto naturale, è molto più completo e distingue tra oggetti fisici e incorporei (§ 285 in combinato disposto con il § 292 öABGB), *Opilio*, Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht, Volume I, Art 20 SR, Rz 7 (p. 32). Nel diritto penale austriaco, l'energia è stata originariamente trattata come una cosa attraverso un'interpretazione autentica. In seguito questo approccio è stato nuovamente respinto e il concetto di materia è stato nuovamente limitato alle cose fisiche, *Wach* in *Triffterer/Rosbaud/Hinterhofer* (Hrsg), Salzburg Commentary on the StGB, § 132 StGB, Rz 1 (S 1) mwN. Mentre l'energia elettrica in Austria è trattata come una cosa fisica secondo la dottrina prevalente del diritto civile, resta controverso se il software è una cosa fisica o solo se è memorizzato su un supporto dati fisico. Tuttavia, i dati possono rappresentare cose immateriali, *Hofmann* in *Schwimann/Kodek*, ABGB Praxiskommentar, § 292 ABGB, Rz 3 e 5 (p 15 f). Questo ampio concetto di diritto di proprietà nell'ABGB austriaco è solo di natura programmatica e non viene applicato in modo coerente. Così anche l'acquisizione della buona fede (§ 367 öABGB) è possibile solo per le cose fisiche, *Kodek* in *Schwimann/Neumayr* (Hrsg), ABGB Taschenkommentar, § 285 ABGB, Rz 3 (p. 448).

¹⁰ LGBl n. 2019.118.

proposito, è necessario esaminare non solo se i gettoni possono rappresentare titoli in forma scritturale, ma anche se i gettoni possono rappresentare ¹¹strumenti finanziari detenuti in conto giroconto, cioè strumenti finanziari detenuti nei libri contabili. In questo contesto, la rappresentazione di titoli in forma scritturale mediante gettoni, la rappresentazione di strumenti finanziari mediante gettoni e gli investimenti collettivi di capitale in relazione ai gettoni saranno esaminati più dettagliatamente nella parte II della presente tesi.

- 5 In linea con quanto sopra esposto, le differenze tra investimenti patrimoniali individuali e collettivi in relazione alla simbolizzazione di strumenti finanziari e portafogli devono essere elaborate in modo differenziato. Successivamente, devono essere trattati gli aspetti di diritto societario dei fondi in relazione a una società d'investimento in¹² contrapposizione a una società per azioni sotto forma di associazione segmentata che¹³emette¹⁴ azioni di segmento, sempre in contrapposizione alle cosiddette società veicolo di cartolarizzazione.¹⁵
- 6 La questione concreta di ricerca del presente studio è quindi la seguente: *i gettoni possono rappresentare titoli dematerializzati - cioè titoli in forma scritturale - secondo il diritto del Liechtenstein e quali differenze sorgono*

¹¹ Da non confondere con i valori mobiliari secondo gli art. 392 e segg. della RS, che costituiscono una garanzia finanziaria.

¹² AGmV K ai sensi dell'Art 361 PGR (società per azioni a capitale variabile come controparte della SICAV - Société d'Investissement à Capital Variable prevalente in Lussemburgo; da non confondere con l'analoga controparte SICAF - Société d'Investissement à Capital Fixe).

¹³ Protected Cell Company (PCC) nach Art 243 PGR.

¹⁴ Cfr. BuA 2014/69, pag. 49 (art. 243e cpv. 5 PGR).

¹⁵ Chiamato anche Special Purpose Vehicle (SPV).

nella valutazione prima e dopo l'entrata in vigore della TVTG? La domanda della ricerca è: I gettoni possono rappresentare, dal punto di vista del diritto di vigilanza, non solo i titoli di diritto civile in forma scritturale, ma anche gli strumenti finanziari detenuti nel giro titoli, e come si rapportano le nuove possibilità tecniche con le istituzioni classicamente regolamentate come le strutture dei fondi?

Mentre il lavoro di cui al Titolo I. si concentra sul diritto del Liechtenstein, soprattutto per la questione della sotto-ricerca, gli atti giuridici europei in relazione alla regolamentazione dei fondi devono essere consultati in aggiunta alle disposizioni nazionali. 7

Prima di un esame approfondito del contenuto dei suddetti argomenti, di seguito viene presentata una panoramica della tecnologia a catena di blocchi, dei contratti intelligenti, dei gettoni e delle monete. Va notato che gli aspetti tecnici sono presentati in forma semplificata per fornire una panoramica approssimativa delle tecnologie menzionate e per rendere comprensibile l'argomentazione giuridica quando si tratta di questioni legali che sorgono in relazione agli aspetti tecnici di tali tecnologie. Inoltre, va notato che il termine "catena a blocchi" o "tecnologia a catena a blocchi" è usato in questo documento come pars pro toto per le cosiddette tecnologie di contabilità distribuita e tecnologie correlate la cui applicazione più importante è la tecnologia a catena a blocchi. 8

1.1 Contratti a catena e contratti intelligenti

Una catena a blocchi è un progetto tecnico di tecnologia di contabilità distribuita e si caratterizza come un registro pubblico e decentralizzato o un sistema di archiviazione dati che registra in modo permanente i 9

dati delle transazioni. Il pubblico significa che¹⁶ ogni transazione su una catena di blocco che è stata memorizzata può essere visualizzata pubblicamente.¹⁷ La permanenza deriva dalle funzioni di scattering value o di hash (una funzione di scattering value resistente alle collisioni, il che significa che non è possibile trovare valori di input diversi che danno come risultato lo stesso valore di hash), su cui si basa la tecnologia, che garantiscono che la storia delle transazioni non può essere corrotta o compromessa con la tecnologia convenzionale di oggi ed è questa stabilità o ridondanza tecnica strettamente legata alla

¹⁶ Non tutte le catene a blocchi sono pubbliche di per sé. Si distingue tra "autorizzato" o "privato" e "non autorizzato" o "senza autorizzazione" o "catenaccio pubblico". I termini "pubblico" e "privato" si riferiscono al "permesso di scrittura", mentre i termini "aperto" e "chiuso" si riferiscono al "permesso di lettura". Bitcoin ed Ethereum sono quindi catene di blocco "pubbliche" e "aperte" - chiunque vi abbia letto e scritto può accedervi. Una catena pubblica chiusa a blocco, invece, potrebbe essere utilizzata per esercitare il diritto di voto anonimo. Se è richiesta la trasparenza di determinate entità, una catena di blocco privata aperta ha senso. Una catena privata a blocchi chiusi sarebbe la più adatta alle autorità pubbliche. Un possibile caso d'uso per una catena di blocco pubblica o senza autorizzazione è, ad esempio, l'implementazione della cosiddetta Self-Sovereign Identity (SSI) come supplemento e ottavo livello del Open Systems Interconnection Model (OSI), che rappresenta il modello di riferimento per i protocolli di rete (Physical Layer, Data Link Layer, Network Layer, Transport Layer, Session Layer, Presentation Layer e Application Layer). Ciò può svolgere un ruolo essenziale soprattutto in relazione alla portabilità dei dati verificati (identificazione, verifica dell'età, ecc.).

¹⁷ Permesso di lettura; il permesso di scrittura - come ad esempio la trasmissione di uno stato per mezzo di una transazione di gettoni - è di solito anche accessibile al pubblico, ma causa uno sforzo, motivo per cui le spese di transazione sono addebitate per un permesso di scrittura. Nel protocollo dell'Ethereum, le spese di transazione sono sostenute sotto forma di gas. Il gas è il Wei (sottounità di etere) necessario per eseguire le linee di codice.

decentralizzazione. Decentralità significa che non esiste un'istanza centrale responsabile della banca dati. Invece, un gran numero di "nodi" (partecipanti alla rete) in una rete peer-to-peer (rete decentralizzata; organizzazione autonoma decentralizzata) sincronizzano¹⁸ costantemente i dati delle transazioni. La perdita di un nodo di rete non compromette la stabilità o la funzionalità della rete stessa.¹⁹

Anche le reti dei torrenti sono decentrate. Questi si differenziano dalla catena a blocchi in quanto gli stati non vengono trasferiti una sola volta (prevenzione della doppia spesa sulla catena a blocchi), ma i contenuti possono essere moltiplicati - ad esempio in relazione ai protocolli di file sharing. 10

Una transazione su una catena di blocchi mostra nella sua forma più elementare la fonte, la(e) destinazione(i) e un valore specifico²⁰ da trasferire. La fonte e la destinazione sono anche noti come indirizzi in una catena di blocco²¹, in cui ognuno è libero di creare nuovi indirizzi. Se 11

¹⁸ Detto anche "trasmissione degli stati".

¹⁹ Per ulteriori informazioni si veda *Büch, Die Blockchain und das Recht*, LJZ 2/18, p. 55 (p. 55 f); si veda anche *Nägele/Xander, Offerte con gettone*, in particolare offerte di monete iniziali (ICO) e offerte di gettoni di sicurezza (STO), nonché Token in Liechtenstein Law: Regulatory Environment and Outlook, margin no. 18.4 in *Piska/Völkel (Hrsg), Blockchain Rules*; cfr. anche il prospetto della Hydrominer IT-Services GmbH del 26.11.2018, pagg. 87 e 125 f, https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf, consultabile il 04.08.2019, 00:58.

²⁰ "Fonte, obiettivo e valore.

²¹ Una stringa di caratteri alfanumerici generata secondo regole matematiche (l'indirizzo o "chiave pubblica"; detta anche chiave pubblica nell'art. 5 cpv. 1 n. 2 LRTV nella versione del rapporto di consultazione - o modificata in seguito con l'identificatore neutro dal punto di vista della tecnologia nell'art. 2 cpv. 1

viene creato un tale indirizzo o una chiave pubblica, viene generata automaticamente un'ulteriore stringa di caratteri alfanumerici univoca e assegnata alla chiave pubblica (la "chiave privata"²²). Di norma, ad ogni chiave pubblica viene assegnata una sola chiave privata, anche se esistono anche le cosiddette "procedure multisig" ("multifirma") in cui ad una chiave pubblica vengono assegnate più chiavi private e per effettuare una transazione sono necessarie anche più chiavi private.²³

- 12 Oltre alla memorizzazione permanente dei dati delle transazioni, una catena di blocco assicura che ogni richiesta di transazione sia verificata e confermata con il contenuto di un'istruzione di trasferire un valore da un indirizzo a un altro. Le richieste di transazione confermate vengono poi memorizzate nella catena di blocco, generando così la catena di dati di nominativi e simbolici di una catena di blocco. Ogni blocco di una

lett. e LRTV nella versione del Foglio federale 2019/54) Un identificatore VT consente l'assegnazione univoca dei token e serve quindi come identificatore (BuA 2019/54, pag. 145). Secondo il Duden, per "identificatore" si intende un *"elemento caratteristico, segno o insieme di elementi caratteristici, segno per l'identificazione univoca di qualcosa"*, cfr. la definizione nel Duden, <https://www.duden.de/rechtschreibung/Kennung>, accessibile il 04.08.2019, 00:46.

²² Con la crittografia asimmetrica o a chiave pubblica, non è necessario che le parti comunicanti conoscano una chiave segreta comune, poiché ogni utente genera una coppia di chiavi indipendente. La chiave pubblica può essere utilizzata per cifrare i dati, che a loro volta possono essere decifrati con la corrispondente chiave privata.

²³ Si parla anche di "transazione m-of-n", poiché N chiavi private sono assegnate a una chiave pubblica e almeno M chiavi private sono necessarie per il trasferimento di gettoni da questo indirizzo (ad es. 2 di 3; paragonabile alla struttura dei diritti di sottoscrizione secondo il diritto societario); cfr. il prospetto della Hydrominer IT-Services GmbH del 26.11.2018, pagg. 87 e 125 f, https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf

catena di blocchi ha una funzione di valore hash o scatter (algoritmo o funzione matematica), che viene generata dal precedente record di dati già verificato e crea così una gerarchia di dati. Questo processo, noto come "estrazione" o "conio",²⁴ estende continuamente la storia delle transazioni.²⁵

La conferma delle transazioni non avviene caso per caso, ma più transazioni vengono confermate in blocco contemporaneamente e memorizzate in un nuovo blocco della catena di blocco. In media, un blocco viene creato sulla catena di blocchi dell'Ethereum circa ogni 13 secondi al momento della stesura di questo articolo.²⁶ Oltre alle funzioni di base sopra elencate, le catene a blocchi come Ethereum consentono anche l'esecuzione di programmi o applicazioni decentralizzate (applicazioni decentralizzate; dapps; Smart Contracts). Gli Smart Contracts eseguono

²⁴ Nel caso del Bitcoin, è stato implementato un meccanismo di prova del lavoro (Proof of Work - PoW) fornendo potenza di calcolo (prova del lavoro risolvendo un compito matematico). Tra le altre cose, si incontra spesso anche il cosiddetto sistema di prova del palo (Proof of Stake System - PoS). Il consenso nella rete è formato da una prova di partecipazione ponderata (ad es. durata della partecipazione e numero di gettoni detenuti). Il tipo di meccanismo di consenso dipende in parte anche dal tipo di catena a blocchi - cfr. FN 16.

²⁵ *Büch*, Die Blockchain und das Recht, LJZ 2/18, pag. 55 (p 55 f); Prospetto informativo di Hydrominer IT-Services GmbH del 26.11.2018, pagg. 87 e 125 f, https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf. Un trasferimento di stati viene confermato dalla rete solo se è conforme alle regole del protocollo (ad es. deve essere garantito che il cedente abbia effettivamente il numero di gettoni da trasferire, inoltre non sono consentite doppie spese, ecc.) Per una corretta autorizzazione, ogni transazione deve essere firmata con la chiave privata.

²⁶ <https://etherscan.io/chart/blocktime> visitato il 19 ottobre 2019, 13:20.

determinati compiti in base al loro codice di programmazione e si basano di solito su dichiarazioni "if-then-else" (se si verifica la condizione A, viene eseguita l'azione B, altrimenti viene eseguita C).²⁷ Il termine "contratto intelligente" è stato coniato da Szabo nel 1994: *"Un contratto intelligente è un protocollo di transazione computerizzato che esegue i termini di un contratto. Gli obiettivi generali di smart contract design sono quelli di soddisfare le comuni condizioni contrattuali (come i termini di pagamento, i pegni, la riservatezza e persino l'applicazione), di minimizzare le eccezioni sia dolose che accidentali e di ridurre al minimo la necessità di intermediari fidati. Gli obiettivi economici correlati includono la riduzione delle perdite per frode, i costi di arbitrato e di esecuzione e altri costi di transazione. Alcune tecnologie oggi esistenti possono essere considerate come contratti smart grezzi, ad esempio terminali e carte POS, EDI, e l'allocazione agorica della larghezza di banda della rete pubblica.*²⁸

²⁷ Prospetto della Hydrominer IT-Services GmbH del 26.11.2018, pag. 126f, https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf; il nome "Smart Contract", che si riferisce a un contratto, è piuttosto fuorviante, soprattutto perché un Smart Contract è uno script a prova di manipolazione, autocontrollo e autoesecuzione. Un tale copione può anche rappresentare un contratto in un contesto giuridico, tanto più che i contratti stessi possono essere conclusi verbalmente o implicitamente. Cfr. anche *Buterin*, 13.10.2018, 10:21, https://twitter.com/VitalikButerin/status/1051160932699770882?ref_src=twsrc%5Etfw convocato il 30.09.2019: *"Per essere chiari, a questo punto mi dispiace molto di aver adottato il termine 'contratti intelligenti'. Avrei dovuto chiamarli qualcosa di più noioso e tecnico, forse qualcosa come "sceneggiature persistenti".*

²⁸ Szabo, Smart Contracts, 1994, <https://web.archive.org/web/20011102030833/http://szabo.best.vwh.net/smart.contracts.html> (è disponibile solo il link all'archivio).

Nel suo manifesto sugli Smart Contracts, Szabo indica che le considerazioni a questo proposito vanno ancora più indietro nel tempo, ovvero al cosiddetto agoric computing²⁹, che ha le sue origini negli anni Settanta e Ottanta.³⁰

14

1.2 Gettone, monete e standardizzazione nonostante il depositum regulare

Il TVTG modificato dal BuA 2019/54 definisce un token come un'informazione su una banca dati decentralizzata (sistema VT, che garantisce lo smaltimento sicuro dei token), che può rappresentare i diritti e a cui vengono assegnati gli identificatori o gli identificatori VT.³¹ Secondo questa dizione legale, si potrebbe concludere che i gettoni sono informazioni su una banca dati decentralizzata che rappresentano diritti, mentre una moneta è un sottotipo di gettone che non rappresenta diritti ed è necessario per il corretto funzionamento di una catena a blocchi (gettone di protocollo o moneta di protocollo) e il cui valore è misurato dalla domanda e dall'offerta sul mercato, motivo per cui non rappresenta un oggetto senza valore intrinseco anche se accettato come mezzo

15

²⁹ Dal greco ἀγορά per il punto di raccolta o il mercato.

³⁰ Vgl Miller/Drexler, The Agoric Papers in The Ecology of Computation in *Huberman* (Hrsg), Markets and Computation: Agoric Open Systems, Incentive Engineering: per la gestione delle risorse computazionali, Ecologia comparativa: A Computational Perspective 1988, <https://e-drexler.com/d/09/00/AgoricsPapers/agoricpapers.html>; vgl auch Wozke, Smart Contracts: Wenn Verträge zwischen Computern geschlossen werden, 11.07.2017, <https://blockchain-hero.com/smart-contracts-vertraege-zwischen-computern/>, aufgerufen am 01.10.2019, 21:14.

³¹ Art. 2 Capoverso 1 lit. c TVTG nella versione modificata dalla BuA 2019/54.

di scambio e quindi non deve essere trattato come moneta fiat³² ma come moneta virtuale. Da un punto di vista tecnico, è in ogni caso il contrario e una moneta rappresenta l'unità nativa di una catena a blocchi, mentre i gettoni utilizzano lo stesso standard tecnico della moneta nativa.³³

- 16 Ma anche la formulazione della legge indica semplicemente che ci sono gettoni che rappresentano diritti così come gettoni che non rappresentano diritti (argomentare *"un'informazione che può rappresentare diritti"*)³⁴. Tecnicamente parlando, un token è un software³⁵ e come tale fa

³² Per la definizione della moneta fiat, della moneta elettronica come moneta fiat e delle monete virtuali, si veda il Titolo II, Capitolo II.2.9.

³³ Ad esempio, da un punto di vista puramente tecnico, l'etere sarebbe visto come una moneta, mentre i gettoni conformi allo standard ERC-20 (Ethereum Request for Comment Standard 20) sarebbero una sottospecie di questo standard di moneta e quindi sarebbero gettoni. Si noti che ci sono anche monete native che rappresentano i diritti. Dopo la TVTG, si tratterebbe di gettoni (nativi) che rappresentano i diritti; *Nägele/Bergt, Kryptowährungen und Blockchain-Technologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht, Regulatische Grauzone?*, LJZ 2/18, S 63 (64); cfr. <https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Coin>, chiamato il 08.08.2019, 20:10: *"La moneta è una crittovaluta con una propria blockchain, di solito creata dagli sviluppatori da zero o con una biforcazione. Si può anche trovare il termine "altcoin", che implica una moneta alternativa, cioè qualsiasi moneta che non sia Bitcoin"*; vedi anche <https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Token>, chiamato il 08.08.2019, 20:10: *"I gettoni sono diversi dai bitcoin e dagli altcoin in quanto non sono estratti dai loro proprietari [...] ma [destinati] ad essere venduti per fiat o crittovaluta per finanziare il progetto tecnologico della start-up."* Pertanto, le monete sono per lo più utilizzate - in aggiunta ad altre funzioni - in connessione con la costruzione del consenso attraverso un algoritmo di consenso (ad esempio, prova di lavoro o prova di presa) di una catena a blocchi.

³⁴ Art. 2 Capoverso 1 lit. c Z 1 TVTG come modificato dalla BuA 2019/54.

³⁵ Di conseguenza, i gettoni software, mentre i gettoni hardware sono memorizzati su un dispositivo fisico (portafoglio hardware); cfr. per quanto riguarda

parte di una misura di sicurezza di autenticazione a due fattori utilizzata per autorizzare l'uso di servizi basati su software.³⁶ Non si può dedurre dal materiale legale, né si può supporre, che le monete siano un sottotipo di gettoni e non rappresentino diritti. È anche concepibile che un token protocollare o nativo, con il quale si possono effettuare transazioni su una catena a blocchi, rappresenti la proprietà di beni come i metalli preziosi. Sarebbe³⁷ essenziale che il diritto reale su tale merce sia rappresentato nel gettone e che la persona autorizzata a disporre del³⁸

i gettoni come dati o software nel senso di merce e quindi un gettone con valore intrinseco (token) in contrapposizione ai gettoni come rappresentazione di un diritto di credito o di appartenenza (moneta elettronica o depositi o diritti di appartenenza e di appartenenza e di rivendicazione nel senso di strumenti finanziari) Titolo II. Capitolo II.2.2.II.2.3.II.2.2.II.2.3.

³⁶ *Rosenblatt/Cipriani*, Autenticazione a due fattori: What you need to know (FAQ), 15 giugno 2015, <https://www.cnet.com/news/two-factor-authentication-what-you-need-to-know-faq/>, accesso 28.08.2019, 21:32; Petruș, Come estrarre i dati da un account iCloud 2FA, 12, agosto 2019, <https://www.iphonebackupexpector.com/blog/extract-data-two-factor-authentication/>, chiamato il 28.08.2019, 21:34; l'autenticazione multi- o two-factor è un metodo di autenticazione in cui un utente di computer può accedere solo se fornisce due o più prove (fattori) di un meccanismo di autenticazione. I fattori si riferiscono agli elementi conoscenza, possesso ed ereditarietà. Questi elementi corrispondono a quelli dell'autenticazione forte del cliente secondo PSD II, cfr. Titolo II. Capitolo II.2.8.1.

³⁷ Così, ad esempio, si potrebbe formare una moneta d'oro o gold standard, per cui, secondo la teoria monetaria economica, ciò aumenterebbe la velocità dell'oro gettonato e, di conseguenza, distruggerebbe in una certa misura il carattere di conservazione del valore dell'oro.

³⁸ La riscrittura da parte di chi può disporre legalmente del gettone sembra essere la soluzione dogmaticamente solo praticabile, poiché una proprietà si baserebbe sull'elemento corpus (potere di disposizione), mentre un proprietario ha bisogno di un animus (possidendi) in aggiunta al corpus (animus rem sibi

gettone abbia quindi anche pieni diritti sull'oggetto specificamente rappresentato. In conseguenza del pieno diritto di proprietà dell'oggetto rappresentato, la persona autorizzata a disporre di tale gettone ha anche il diritto di chiedere la restituzione di tale oggetto. Per creare efficacemente la moneta di base o un gold standard, l'oggetto a cui è rappresentato il diritto di proprietà nel gettone dovrebbe essere tenuto in regolare custodia (depositum regulare). Il depositario prendeva in custodia l'oggetto per il proprietario su ordine del proprietario (persona autorizzata a disporre del gettone) in qualità di terzo proprietario (agente di proprietà).³⁹

- 17 Il soggetto legittimato a disporre di tale gettone, che rappresenta il diritto di proprietà di un bene, potrebbe anche, a sua discrezione, agire come proprietario del bene il cui diritto è rappresentato (effetto erga omnes dei diritti reali in contrapposizione all'effetto inter partes tra le

habendi o animus rem alteri habendi). La proprietà, invece, non si basa sull'effettivo, ma sul rapporto giuridico di dominio. Tuttavia, secondo il diritto del Liechtenstein, un gettone non rappresenta nulla e le disposizioni del diritto di proprietà sono applicabili solo nel corso dell'attuazione della TVTG in modo analogo o adeguato dal punto di vista funzionale (non equivalente dal punto di vista funzionale); cfr. BuA 2019/54, pag. 126.

³⁹ L'oggetto estraneo è tenuto in custodia per il proprietario con l'intenzione di possederlo; art. 499 cpv. 2 e art. 503 cpv. 1 primo caso in combinato disposto con l'art. 510 SR; cfr. Besitzanweisung § 375 öABGB in combinato disposto con il § 428 3° caso öABGB (sviluppato dalla Rsp austriaca - Besitzanweisung in demarcazione alla traditio brevi manu e al Besitzkonstitut). Contrariamente alla definizione giuridica del Codice civile austriaco, il Liechtenstein, in virtù delle sue disposizioni indipendenti del diritto di proprietà, prevede in modo positivo che un oggetto possa essere acquisito anche se rimane in possesso di terzi. Ciò è funzionalmente paragonabile al § 931 deBGB, secondo il quale la proprietà può essere trasferita mediante cessione del diritto di restituzione (trasferimento mediante cessione).

parti del contratto). Quando la persona avente diritto a disporre del gettone attraverso la catena di blocco trasferisce il gettone, la proprietà dell'oggetto specificato viene trasferita contemporaneamente (nel caso concreto mediante un ordine di possesso al depositario, che d'ora in poi possiede indirettamente l'oggetto per la nuova persona avente diritto a disporre del gettone).⁴⁰ Poiché esiste una reale rivendicazione dell'oggetto al quale il diritto di proprietà è rappresentato nel gettone, questo può essere richiesto o indicizzato in qualsiasi momento anche dalla persona autorizzata a disporre del gettone.⁴¹

⁴²Si noti che il depositario deve restituire gli stessi oggetti che sono stati messi in custodia in conformità con le disposizioni del contratto di deposito.⁴³ Anche se un depositario deve restituire solo articoli dello

⁴⁰ La causa o il titolo per il trasferimento della proprietà è un accordo ai sensi della legge degli obblighi tra la persona che trasferisce il gettone e la persona che lo accetta, per cui la modalità è caratterizzata dall'effettivo trasferimento del gettone dall'indirizzo del Portafoglio della persona che è obbligata a trasferirlo ai sensi dell'accordo ai sensi della legge degli obblighi all'indirizzo del Portafoglio della persona che è autorizzata a farlo. Un trasferimento fittizio del titolo di proprietà per mezzo di un istituto di possesso è ammissibile anche ai sensi del diritto di proprietà del Liechtenstein - cfr. *Opilio*, *Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht*, volume I, art. 187 RS, Rz 4 (S 406; art. 187 in combinato disposto con l'art. 503 RS).

⁴¹ In caso di fallimento, ad esempio, un'azione di discolpa può essere separata (art. 41 cpv. 2 KO) o, se inclusa in un'esecuzione, può essere intentata un'azione di discolpa (art. 20 OE).

⁴² Debito di unità o di specie.

⁴³ § 961 ABGB.

stesso tipo e qualità⁴⁴, può comunque essere richiesta una custodia regolare. Ciò che conta è ciò che viene stipulato in materia di proprietà. Se il depositante deve diventare proprietario, c'è una custodia irregolare (*depositum irregularum*); se il depositante rimane proprietario, c'è una custodia regolare. Il fattore decisivo per una custodia regolare è quindi che il depositante rimanga il proprietario.⁴⁵ La mescolanza o lo scambio da parte del depositario di oggetti con oggetti dello stesso tipo, della stessa qualità e delle stesse dimensioni non pregiudica un contratto di custodia regolare condizionato, finché il depositario non ha il diritto di disporre dell'oggetto a proprio vantaggio e il depositante può quindi conferire una delega in qualsiasi momento.⁴⁶

- 19 Pertanto, nel caso di un corrispondente contratto di custodia, la persona autorizzata a disporre di un gettone, che rappresenta il diritto di proprietà di un oggetto, deve essere considerata come proprietaria di un oggetto - ad es. un oggetto posto in custodia tramite un ordine di possesso. Non sussiste solo un diritto di credito secondo la legge degli obblighi, a condizione che il depositario non abbia alcun diritto di disporre a proprio favore dell'oggetto depositato e che il depositante abbia comunque l'intenzione di rimanere proprietario. Ciò è talvolta es-

⁴⁴ Classe o partecipazione al capitale di debito. Un debito di classe specificato viene trattato come un debito unitario.

⁴⁵ RIS-Justice RS0012049, "Per la questione se sia presente un *depositum regulare* o *irregolare*, non dipende dalla commistione degli oggetti (*denaro*) depositati con gli oggetti propri del depositario, ma dalle intenzioni economiche delle parti.

⁴⁶ *Parapatits* in *Schwimann/Kodek*, § 959 ABGB, Rz 4 ss.; in caso di custodia irregolare, tuttavia, la proprietà di un oggetto viene trasferita al depositario e il depositante ha diritto al rimborso solo in base al Codice delle obbligazioni.

senziale per escludere l'esistenza di uno strumento finanziario gettonato, in quanto non esiste una standardizzazione in materia⁴⁷, ma piuttosto un diritto di proprietà individualizzato. Di⁴⁸ conseguenza, anche ipotizzando che tale token rappresenti una⁴⁹ carta tradizionale (dematerializzata), l'equivalenza funzionale agli strumenti finanziari deve essere negata, in quanto non vi sono azioni scambiabili.⁵⁰ Mediante un accordo tra le parti, è tuttavia possibile concordare che un depositario possa effettuare un pagamento a titolo oneroso alla parte avente diritto a disporre di un gettone se emette merci dello stesso tipo e della stessa qualità e nella stessa misura, il che non altera l'esistenza di una regolare custodia. In effetti, quindi, la standardizzazione potrebbe avvenire a livello di contratto di custodia attraverso un accordo corrispondente, senza che questo costituisca uno strumento finanziario.

⁴⁷ Cfr. titolo II, capitolo II.2.3.1a.

⁴⁸ Cfr. anche BuA 2019/54, pag. 104 f sulla rappresentazione dei diritti di proprietà in token.

⁴⁹ Garanzia di diritto civile che rappresenta un diritto alla restituzione di un oggetto; anche carta di merce (valore), polizza di carico, polizza di carico. Vedi anche l'art. 387 e l'art. 504 del regolamento.

⁵⁰ Cfr. per quanto riguarda l'equivalenza funzionale per i titoli tradizionali di diritto commerciale BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090106_tatbestand_depotgeschaeft.html 06.01.2009, modificato da ultimo il 17.02.2014, P 1.a).

1.3 Conclusione diritto di proprietà gettonato

- 20 Una catena a blocchi è un database decentralizzato, pubblico e permanente. A seconda del disegno dei diritti di lettura e scrittura, può essere utilizzato per diversi scopi. I protocolli Bitcoin ed Ethereum sono catene a blocchi "pubbliche" e "aperte". In questo contesto, "pubblico" significa che, a differenza delle catene di blocchi "privati", tutti hanno i permessi di scrittura, mentre una catena di blocchi "aperta" si basa sui permessi di lettura pubblici rispetto alle catene di blocchi "chiusi".
- 21 Da un punto di vista puramente tecnico, un token può essere visto come un record di dati o un software che è soggetto a una misura di sicurezza di autenticazione a due fattori e può essere successivamente utilizzato per autorizzare servizi basati su software. Con un'autenticazione multifattoriale di questo tipo, l'utente di un programma per computer può accedere a un programma per computer solo se vengono dimostrate prove o fattori sufficienti per l'autenticazione. Tali fattori si basano sugli elementi conoscenza, possesso ed ereditarietà, che si trovano anche in relazione all'autenticazione forte del cliente secondo PSD II.
- 22 Le monete o - nella dizione del TVTG - gettone vengono regolarmente utilizzate su una catena a blocchi separata. A differenza di tali monete, i gettoni non sono generati dall'estrazione mineraria, ma vengono emessi su una catena di blocchi esistenti, ad esempio nel corso di una raccolta di fondi. Questa terminologia è ampiamente utilizzata, soprattutto in campo tecnico, ma non ha un impatto particolare sulle valutazioni legali e quindi i termini monete e gettoni possono essere utilizzati, per quanto possibile, come sinonimi.

Anche se le monete metalliche nel senso di cui sopra non devono necessariamente rappresentare diritti, esse non devono essere viste come moneta fiat (cioè non solo carta moneta, ma anche moneta scritturale e moneta elettronica), in quanto hanno un valore intrinseco nel senso di monete virtuali in relazione alla costruzione del consenso su una catena di blocchi, o possono avere altre funzioni che sono inerenti al protocollo decentrato. 23

Le Blockchains utilizzano regolarmente i cosiddetti Smart Contracts, che possono essere contratti in senso legale, ma sono principalmente script permanenti e si basano su Agoric Computing. 24

I gettoni non rappresentano una cosa nel senso del diritto di proprietà del Liechtenstein a causa della mancanza di fisicità. Solo con l'entrata in vigore della TVTG il 01.01.2020 le disposizioni del diritto di proprietà saranno applicabili ai gettoni per analogia. Indipendentemente da ciò, vale il principio "Sostanza sulla forma" e deve essere considerato ciò che un gettone rappresenta. Se, ad esempio, un depositario detiene un oggetto in custodia per una persona autorizzata a disporre di un gettone ai sensi del regolamento del deposito, tale gettone rappresenta effettivamente il diritto di proprietà dell'oggetto posto in custodia. 25

2. Titoli secondo PGR e le loro funzioni

I titoli sono disciplinati dai §§ 73 e seguenti della Divisione Finale della PGR. Ai fini della PGR, i titoli sono documenti in cui un diritto viene cartolarizzato in modo che possa essere realizzato, fatto valere o trasferito solo con il documento. Inoltre, per i titoli si applicano le disposizioni sui certificati azionari.⁵¹ Una definizione simile si trova nell'art. 26

⁵¹ § § 73 della sezione finale del PGR.

965 del Codice delle obbligazioni. Si noti che il PGR si basa sulla prima bozza di *Eugen Huber* per la revisione dei titoli da 24 a 33 del Codice delle obbligazioni del 1919, che non è mai stata attuata in Svizzera in questa forma. A⁵² differenza di Austria e Germania, sia il diritto del Liechtenstein che quello svizzero forniscono quindi una definizione giuridica del termine "titoli".⁵³

- 27 La cartolarizzazione mira ad ottenere una maggiore commerciabilità e commerciabilità. Ci sono diversi principi che si applicano ai titoli, e questi principi sono intesi come funzioni dei titoli per garantire la rapida e sicura trasferibilità e l'affermazione dei diritti sui titoli. Il semplice trasferimento si ottiene con il trasferimento della sicurezza (funzione di trasporto). Inoltre, l'atto di garanzia serve come prova e il debitore può effettuare il pagamento solo alla persona che ne ha diritto per mezzo dell'atto; ⁵⁴non è necessario un accordo sul trasferimento, come nel caso della cessione dei crediti per mezzo di cessione (funzione liberatoria per il debitore verso la persona che ha diritto alla garanzia, liberando così il debito; al tempo stesso, il diritto a ricevere il pagamento - la legittimazione - è dimostrato dalla presentazione della garanzia che certifica un certo diritto; si presume che il titolare della garanzia abbia anche il diritto di disporne)

⁵² Cfr. capitolo I.3, n. marg. 45; *Frick*, The types of shares under Liechtenstein company law, pag. 24; *Frick* in 90 Jahre Fürstlicher Oberster Gerichtshof, FS für Delle Karth, 2013, The recent development of Liechtenstein company law in the light of EEA membership, pag. 193 (196).

⁵³ Vedi *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, Zu einer kapitalmarktrechtliche Theorie des Wertpapierrechts - Effekten nach österreichischem, deutschem, english und russischem Recht, p. 17 mwN.

⁵⁴ BuA 2019/54, pag. 110 segg., *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, pag. 17, 19 segg.

L'incorporazione di un diritto in un atto ha anche l'effetto indiziario o porta con sé la prova che il diritto esiste effettivamente secondo il contenuto dell'atto (funzione indicativa e probatoria). Il diritto viene acquisito nella misura descritta nel contratto di garanzia e gli accordi non cartolarizzati sono irrilevanti (limitazione dell'obiezione o esclusione dell'obiezione in relazione alla funzione probatoria o alla responsabilità scritturale). L'esclusione dell'obiezione è a sua volta strettamente legata alla funzione di presentazione o di protezione del mercato. La funzione di presentazione ha la conseguenza che un debitore può effettuare il pagamento solo al titolare di un titolo - che lo mostra o lo presenta. La funzione di presentazione, che non può essere vista completamente staccata dalla funzione di prova, liberazione e legittimazione, conduce in ultima analisi alla funzione di protezione della transazione, secondo la quale il titolo può essere acquisito in buona fede da chi non ha il diritto di disporre del titolo.⁵⁵

28

I titoli si caratterizzano quindi in particolare per la loro funzione probatoria, la funzione di legittimazione e di liberazione, l'esclusione di obiezioni, la funzione di trasporto, la funzione di presentazione e la funzione di protezione del traffico. La commerciabilità è quindi tutelata in particolare dalla possibilità di acquisizione dalla parte non titolare, ma anche dall'opponibilità del diritto cartolarizzato indipendentemente dal diritto effettivamente creato o esistente - a prescindere dall'atto - o, se necessario, modificato anche nel contenuto.

29

⁵⁵ BuA 2019/54, p 110 f, *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, p 19 ff.

2.1 valore indicativo e probatorio

- 30 Il § 73 della Divisione Finale della PGR definisce un titolo sulla base di tre criteri. Si tratta di un unico documento, la cartolarizzazione di un diritto in questo documento, e una certa connessione tra il documento e il diritto.⁵⁶ Pertanto, il diritto di un titolo non può essere realizzato, rivendicato o trasferito ad altri senza il certificato. La componente di trasferimento si basa essenzialmente sulla funzione di trasporto.⁵⁷ Un atto è una dichiarazione di diritto privato su un documento.⁵⁸ In tale documento possono essere registrati i diritti di rivendicazione, i diritti di appartenenza o anche i diritti di proprietà. I diritti di rivendicazione possono essere tutti i diritti secondo la legge degli obblighi, mentre i diritti di appartenenza includono alcuni diritti nelle società - cioè i diritti di controllo e/o di partecipazione. Inoltre, una garanzia può anche rappresentare un credito reale. Tali titoli (di valore) sono titoli che rappresentano oggetti; il trasferimento di un titolo di merce corrisponde al trasferimento della merce stessa.⁵⁹
- 31 Il suddetto collegamento tra atto e legge viene concordato mediante una clausola di garanzia. Una garanzia non ha un effetto puramente circostanziale, ma legittima una certa persona a richiedere un servizio cartolarizzato. Effettuando un pagamento alla persona designata, il de-

⁵⁶ *Kuhn* in CHK - Commento a mano sul diritto privato svizzero, art. 965 CO, n. 19.

⁵⁷ Vedi capitolo I.2.4.

⁵⁸ *Kuhn* in CHK - Commento a mano sul diritto privato svizzero, art. 965 CO, N 20.

⁵⁹ *Kuhn* in CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 965 OR, N 21; vedi Art 504 SR.

bitore si libera dal suo obbligo. Tali diritti su titoli sono anch'essi trasferiti mediante cessione dell'atto e non possono essere ceduti in altro modo.⁶⁰ Un titolo dimostra quindi l'esistenza di un certo diritto nei confronti dell'emittente, che è dovuto in base al contenuto del documento.⁶¹

⁶⁰ *Kuhn* in CHK - Commento a mano sul diritto privato svizzero, art. 965 CO, N 22 e N 26.

⁶¹ Secondo il § 294 ZPO, i documenti privati - se firmati - forniscono la prova completa che le dichiarazioni in essi contenute provengono dall'emittente. Secondo il § 312 ZPO, l'autenticità di un documento privato è considerata indiscussa se non è stata fatta alcuna dichiarazione sulla sua autenticità. Contrariamente alla Germania, nel Liechtenstein non esiste una cosiddetta procedura documentaria in cui sia possibile ottenere un titolo esecutivo mediante una procedura accelerata - cfr. § 592 deZPO *"Un credito che ha per oggetto il pagamento di una determinata somma di denaro o l'esecuzione di una determinata quantità di altri oggetti o titoli fungibili può essere fatto valere nella procedura documentaria se tutti i fatti necessari per dimostrare il credito possono essere dimostrati da documenti. Indipendentemente da ciò, tuttavia, è aperta la procedura di sollecito o la procedura di addebito ai sensi dei §§ 577 e seguenti del ZPO.*

2.2 Funzione di liberazione e legittimazione

32 L'effetto di liberazione e di legittimazione dei titoli è regolamentato due volte nel Liechtenstein. Da un lato, il § 1393 ABGB stabilisce che gli effetti cambiali a nome del portatore - vale a dire i titoli al portatore - vengono ceduti alla consegna e non necessitano quindi di ulteriori prove oltre al possesso; l'atto identifica così il creditore legittimo e legittima il proprietario (nel caso di titoli al portatore).⁶² D'altro canto, il § 74 comma 2 della divisione finale della PGR disciplina il diritto di legittimazione in relazione ai titoli. Questa⁶³ disposizione della PGR stabilisce che un debitore - a meno che non⁶⁴ agisca in mala fede o per grave negligenza e alla scadenza, ma non prima della scadenza - può effettuare il pagamento al titolare di una garanzia per estinguere il suo debito. Anche se la persona che si legittima dalla garanzia avrebbe dovuto perdere la sua posizione di creditore, la parte obbligata dalla garanzia può estinguere il suo debito pagando la persona espulsa e non deve più pagare il creditore effettivamente avente diritto. La⁶⁵ legittimazione e la liberazione sono quindi legate anche alla protezione del traffico.⁶⁶

⁶² *Micheler*, diritto dei valori mobiliari tra diritto delle obbligazioni e diritto patrimoniale, pag. 37 segg.

⁶³ La PGR ha la precedenza come *lex specialis* in linea di principio - si veda anche il § 35 comma 1 della divisione finale della PGR, secondo il quale il riferimento alle disposizioni generali del Codice delle obbligazioni e del diritto di proprietà si riferisce principalmente alle disposizioni dell'ADHGB e sussidiariamente a quelle dell'ABGB.

⁶⁴ Nella legge sulle cambiali, la data di scadenza è la data a partire dalla quale una cambiale diventa esigibile.

⁶⁵ *Kuhn* in *CHK* - Commento a mano sul diritto privato svizzero, art. 966 CO, N 4 e segg.

⁶⁶ Vedi capitolo I.2.3.

Il possesso di un titolo legittima la persona identificata dal giornale come creditore. Pertanto, il diritto di disposizione non deve essere dimostrato da una catena completa di trasmissione dei creditori precedenti. Se il proprietario e quindi il creditore di una garanzia presenta il diritto documentato, il debitore deve pagare alla persona espulsa.⁶⁷ Come già spiegato, il § 74 comma 2 della Divisione Finale della PGR non dice nulla in merito ai diritti materiali del proprietario; lo stesso vale anche per il § 1393 ABGB. Tuttavia, il proprietario (nel caso di strumenti al portatore) o, in generale, la persona espulsa è considerato creditore. Se un debitore desidera contestare il diritto di disporre di un espulso, l'onere della prova spetta a lui.⁶⁸

Come seconda faccia della stessa moneta, la funzione di liberazione è la controparte del debitore rispetto alla funzione di legittimazione della persona designata come avente diritto da un titolo. Il debitore può effettuare il pagamento solo a titolo liberatorio nei confronti della persona che si identifica come creditore avente diritto per mezzo di una garanzia e deve fare affidamento sul documento cartolarizzato come prova. Il debitore può anche effettuare il pagamento a una persona che non ha il diritto di disporre del debito, a condizione che la prima si

⁶⁷ *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, p. 38; anche questo è legato alla funzione di presentazione, si veda il capitolo I.2.3.

⁶⁸ *Micheler*, Diritto dei valori mobiliari tra diritto del debito e diritto di proprietà, pag. 38 f; *Kuhn* in CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 966 O, N 4.

identifichi presentando una garanzia e la consegna.⁶⁹ Si noti che nel diritto dei valori mobiliari non si applica l'effetto di scarico del debito nei confronti del creditore precedente ai sensi del § 1395 ABGB, poiché devono essere pagati solo coloro che sono identificati mediante un titolo. Contrariamente all'Austria, ciò non può essere giustificato secondo il diritto consuetudinario del Liechtenstein, poiché in questo caso, tornando all'Art. 966 del Coro, il § 74 della Divisione Finale della PGR stabilisce che un debitore è obbligato ad effettuare il pagamento solo dietro presentazione della garanzia da parte della persona indicata nell'atto e può anche effettuare il pagamento a questo creditore formalmente corretto per l'estinzione del debito.⁷⁰

- 35 Per i titoli nominativi, l'effetto di esenzione e di legittimazione è regolato separatamente anche dal § 83 della Divisione finale della PGR, che risale all'Art. 975 chOR. In base a questa disposizione, il debitore può effettuare il pagamento del debito solo in via liberatoria nei confronti della persona che da un lato detiene il titolo registrato e dall'altro si identifica come la persona a nome della quale il titolo è registrato.⁷¹ È degno di nota il fatto che la PGR parla solo di possesso o proprietà⁷² e si riferisce all'elemento corpus o al potere di smaltimento, mentre

⁶⁹ *Micheler*, Diritto dei valori mobiliari tra diritto del debito e diritto di proprietà, pag. 39; *Kuhn* in CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 966 O, N 6.

⁷⁰ *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, pag. 59 e segg.

⁷¹ Oppure come successore legale della persona a nome della quale è intestato il certificato in titoli.

⁷² § 83 comma 1 e probabilmente anche implicitamente l'articolo 75 comma 2 della sezione finale del PGR.

l'ABGB nel suo § 1393 fa esplicito riferimento al possesso e quindi considera necessario anche un elemento animus (volontà di tenere una cosa).⁷³

⁷³ Vedi § 309 öABGB. Si noti che l'art. 498 cpv. 1 RS in combinato disposto con l'art. 501 RS si riferisce esclusivamente al potere di disporre dell'immobile in qualità di proprietario, mentre l'art. 443 RS attribuisce nuovamente una componente testamentaria all'immobile. Inoltre, va notato che le disposizioni generali del Codice Civile Austriaco (ABGB) interagiscono anche con l'art. 5 cpv. 1 CP. La questione se sia necessario un elemento di volontà per il possesso non è chiarita nella dottrina del Liechtenstein a causa della mescolanza di ricezione. Secondo la dottrina svizzera, tuttavia, non è richiesto alcun testamento per il possesso (cfr. *Stark/Lindenmann*, in *Berner Kommentar*, 4a edizione, art. 919 ZGB, N 26) ed è quindi in gran parte equivalente al potere di disposizione austriaco nel senso di proprietà. In larga misura perché la legge svizzera non fa una netta distinzione tra corpus e animus e talvolta si sostiene che il potere di disporre implica anche la volontà di possedere. Cfr. *Opilio*, *Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht*, volume I, art. 489 RS, Rz 1 ss. (S 491); tuttavia, per quanto riguarda l'ordinamento giuridico del Liechtenstein, *Opilio*, con riferimento all'art. 501 cpv. 1 in combinato disposto con l'art. 510 cpv. 1 RS, sostiene un elemento animus in possesso, *ibidem*, Rz 6; su cui si deve essere d'accordo, per cui va notato che l'art. 510 cpv. 1 RS si riferisce alla posizione del titolare (che è caratterizzata non solo dal potere d'influenza ma anche dal potere di esclusione erga omnes - cfr. *Winner* in *Rummel/Lukas*, ABGB, 4° ed. Auflage, § 354 ABGB, Rz 1) e si riferisce quindi alla persona a cui appartiene legalmente una questione. Ciò non implica necessariamente una componente testamentaria, poiché l'art. 509 cpv. 1 CP prevede la presunzione legale che il proprietario di un veicolo sia considerato anche il suo proprietario. La componente testamentaria è tuttavia esplicitamente contemplata dall'art. 501 cpv. 2 RS (anche se non deriva dalla dottrina svizzera, ma si basa su un accordo testamentario nel senso di un contratto di possesso - cfr. *Stark/Lindenmann* in *Berner Kommentar*, art. 922 ZGB, N 40 ss. e N 65 ss.) Da ciò, tuttavia, si potrebbe dedurre, a sostegno dell'elemento di volontà, che il possesso viene acquisito solo nel momento in cui il corpo viene trasferito e il precedente proprietario rinuncia al suo animus rem sibi habendi (e di conseguenza tale volontà viene stabilita dal destinatario). L'art. 514 RS si riferisce anche alla volontà di possedere.

2.3 Funzione di presentazione o di protezione del traffico

- 36 La funzione di presentazione risulta dal § 74 comma 1 della Divisione Finale della PGR. Di conseguenza, il debitore di una garanzia è obbligato ad eseguire solo contro presentazione e consegna della garanzia. Se qualcuno desidera far valere il diritto provato da un titolo senza presentazione del titolo, il debitore deve rifiutare l'adempimento.⁷⁴
- 37 I titoli sono trattati in base al diritto di proprietà - *il diritto sulla carta segue il diritto sulla carta*.⁷⁵ Il trasferimento di titoli al portatore avviene quindi, con riferimento all'art. 501 SR in combinato disposto con il § 75 cpv. 2 della Divisione finale della PGR, in linea di principio effettivamente con il trasferimento dell'atto. Tuttavia, i titoli al portatore, come altri tipi di titoli, possono essere trasferiti alla PGR ai sensi del § 75 comma 1 della divisione finale della PGR mediante un contratto scritto e il trasferimento del titolo. Il proprietario del titolo è soggetto alla presunzione legalmente confutabile che sia anche il legittimo proprietario. La funzione di protezione delle transazioni si basa sull'art. 172 cpv. 2 dello SR e protegge l'acquirente in buona fede di un titolo nella sua proprietà del titolo. Ciò protegge o garantisce la commerciabilità dei titoli, poiché le difese contro un acquirente in buona fede di un titolo sono limitate; l'acquirente in buona fede non può quindi fornire alcuna indicazione sulla commerciabilità del titolo. Per i titoli al portatore cartolarizzati, questa limitazione delle difese o della funzione di protezione del mercato deriva anche dall'art. 514 RS, che stabilisce esplicitamente che i titoli al portatore che sono andati perduti contro la volontà del

⁷⁴ *Kuhn* in CHK - Commento a mano sul diritto privato svizzero, art. 966 CO, N 3.

⁷⁵ *Frick*, I tipi di azioni secondo il diritto societario del Liechtenstein, pag. 97.

proprietario⁷⁶ non possono essere contestati da chi li ha acquistati o ricevuti in buona fede.⁷⁷

Per i documenti d'ordine, la protezione del traffico è anche regolata in modo specifico nel § 88 della Divisione Finale della PGR. Questa disposizione corrisponde all'art. 1146 chOR e il suo contenuto è identico al § 96 cpv. 1 della divisione finale del PGR (regolamento per gli strumenti al portatore), che corrisponde all'art. 979 chOR. Lo scopo della disposizione è quello di proteggere il mercato, poiché il debitore può sollevare contro un destinatario in buona fede solo difese basate sul contenuto e⁷⁸ sulla validità del titolo, o che il debitore ha il diritto di sollevare direttamente contro il detentore del titolo.⁷⁹

2.4 Funzione di trasporto

La funzione di trasporto dei titoli significa, come suggerisce il nome, che i diritti cartolarizzati possono essere trasferiti semplicemente trasferendo il certificato - eventualmente vidimato - dei titoli.⁸⁰ La funzione di trasporto deriva anche dall'Art. 73 (1) della Divisione Finale

⁷⁶ Questo luogo del diritto di proprietà implica anche un elemento di volontà di possesso; cfr. FN 73.

⁷⁷ *Frick*, I tipi di azioni secondo il diritto societario del Liechtenstein, S 97 mwN.

⁷⁸ L'art. 1146 chOR utilizza una "o disposizione" in termini giuridici, che probabilmente ha senso anche per il diritto del Liechtenstein, poiché sarebbe incomprendibile se si potessero sollevare obiezioni contro il contenuto e/o la validità dell'atto solo se fossero dirette contro l'esistenza e il contenuto dell'atto.

⁷⁹ *Kuhn* in *CHK* - Commento a mano sul diritto privato svizzero, art. 1146 CO, n. 1.

⁸⁰ BuA 2019/54, S 110 e S 165.

della PGR, secondo il quale i diritti cartolarizzati in un atto possono essere trasferiti solo con il trasferimento dell'atto.⁸¹

2.5 Conclusione sulle funzioni di diritto mobiliare e sulla loro applicazione ai titoli in forma scritturale ai sensi della TVTG e della PGR nuovo

- 40 Nel caso di titoli in forma scritturale, la funzione di trasporto viene sostituita dalla registrazione nel registro dei titoli in forma scritturale mediante la consegna del certificato di titoli secondo la TVTG.⁸²
- 41 Inoltre, i titoli in forma scritturale hanno la stessa funzione dei titoli ai sensi dell'art. 81a della Divisione finale della PGR nella versione modificata dal Foglio federale 2019/93 (LGBI 2019.304). Ciò significa che i diritti di immissione in rete hanno anche una funzione immanente di protezione del traffico e che deve essere possibile acquisire in buona fede i diritti di immissione in rete appena introdotti nella PGR tramite la TVTG. *"Se il trasferimento di titoli di debito non cartolarizzati non ha una base giuridica paragonabile a quella della proprietà, ciò è certamente presente nel caso di titoli in forma scritturale sotto forma di iscrizione nel registro dei diritti di scritture contabili che costituisce il diritto di scritture contabili, a condizione che la Società garantisca l'aggiornamento affidabile [...] del registro dei diritti di scritture contabili e rilasci al rispettivo creditore un certificato di prova dell'iscrizione non pubblica."*⁸³ Il fatto che il regime del diritto di pro-

⁸¹ Vedi anche *Kuhn* in CHK - Commento a mano sul diritto privato svizzero, art. 965 CO, n. 15.

⁸² § § 81a comma 4 dell'ultima parte della PGR nella versione modificata dal Foglio federale 2019/54; cfr. *Jung*, Die Aktie als Effekte in Zürcher Kommentar, art. 622 CO, n. 135.

⁸³ *Jung*, La quota come effetti a Zurigo Commento, art. 622 CO, N 136 ss.

prietà si applichi anche ai titoli in forma scritturale è evidente dal materiale legislativo della TVTG, che si occupa anche dei titoli in forma scritturale introdotti positivamente in conformità alla PGR.⁸⁴ Al contrario, il principio di astrazione si applica solo ai diritti di scrittura gettonati ai sensi della TVTG, mentre il principio di causalità continua ad essere applicato ai diritti di scrittura ai sensi della PGR.⁸⁵ Pertanto, se un'effettiva transazione obbligatoria non si concretizza o viene successivamente annullata, i diritti di scrittura gettonati ai sensi della TVTG devono essere invertiti in base alla legge sull'arricchimento, mentre i diritti di scrittura possono essere reindicizzati ai sensi della PGR.⁸⁶

Infine, per quanto riguarda i diritti di immissione di libri PGR, la funzione di legittimazione e di liberazione è ora legata anche all'iscrizione nel registro dei diritti di immissione di libri. 42

⁸⁴ BuA 2019/54, pag. 110 s - *"Secondo la definizione giuridica di cui al § 81a comma 1 SchlT PGR, i titoli in forma scritturale sono "diritti con la stessa funzione dei titoli". Questi beneficiano di una funzione di trasporto, di legittimazione e di liberazione, nonché di una funzione di protezione del traffico ("acquisizione in buona fede del diritto secondo i principi del diritto di proprietà") o di limitazione delle difese. Tali funzioni si basano sulla registrazione costitutiva nel registro dei titoli in forma scritturale e, secondo il legislatore, esiste un'equivalenza funzionale tra titoli e titoli in forma scritturale. "Questa equivalenza funzionale giustifica l'equivalenza illimitata dei titoli in forma scritturale con i titoli ai sensi del § 81a SchlT PGR. (BuA 2019/54, pag. 111)*

⁸⁵ *"A causa della finalità delle transazioni in sistemi basati su tecnologie affidabili, come la catena a blocchi, la TVTG si discosta dal principio di causalità prevalente nel diritto civile del Liechtenstein al principio di astrazione in relazione a questo ordine. (BuA 2019/54, pag. 126); "L'immutabilità delle trasmissioni sui sistemi VT suggerisce che il principio di astrazione dovrebbe essere assunto per le disposizioni a gettoni" (BuA 2019/54, pag. 69).*

⁸⁶ Per ulteriori dettagli si veda il capitolo I.4.

3. Gettoni come titoli dematerializzati de lege lata?

- 43 In questo capitolo, i gettoni sono trattati come titoli in forma scritturale in conformità alla situazione giuridica precedente l'entrata in vigore della TVTG. Se i diritti, come l'appartenenza o la rivendicazione di diritti, sono rappresentati in un gettone, non viene rilasciata alcuna garanzia, poiché un gettone non è un documento fisico.⁸⁷ Al contrario, ciò significa che tali diritti - rappresentati nel gettone - sono conservati nei libri contabili. Ciò è conforme all'Art. 150 cpv. 1 PGR in combinato disposto con l'Art. 149 cpv. 3 PGR e l'Art. 267 cpv. 1 PGR. L'art. 150 cpv. 1 PGR stabilisce che i titoli possono essere emessi tramite un'associazione solo se ciò è espressamente previsto dalla legge, il che deve portare all'argomentazione che non possono essere emessi titoli se ciò non è consentito dalla legge. Anche in questo caso, i titoli devono poter essere conservati solo in forma scritturale, ossia come titoli non certificati. Ne consegue, sempre in combinato disposto con l'Art. 149 cpv. 3 PGR, che se non sono stati emessi titoli, il trasferimento delle quote associative o la creazione di diritti reali limitati può avvenire per contratto scritto. Le disposizioni del Stock Corporation Act stabiliscono inoltre che i certificati azionari devono essere emessi solo se non diversamente previsto dallo statuto.⁸⁸ Pertanto, una rappresentazione tecnica in token non può essere pregiudizievole per la contabilità dei diritti azionari.
- 44 Oltre alle disposizioni isolate di cui sopra, le disposizioni del diritto dei titoli si trovano nelle disposizioni generali della PGR e nelle disposi-

⁸⁷ Si vedano le osservazioni introduttive sul concetto di diritti di proprietà nel capitolo I.1.

⁸⁸ Art 267(1) PGR.

zioni speciali come quelle del diritto delle società per azioni, in particolare nella sezione finale della PGR.⁸⁹ L'emissione di certificati azionari agli azionisti di una società per azioni è disciplinata nello statuto ai sensi dell'Art. 267 cpv. 1 PGR; nel caso standard, i titoli devono essere emessi. Il⁹⁰ regolamento secondo il quale un titolo azionario deve essere firmato da un membro del consiglio di amministrazione può essere applicato solo se sono stati emessi certificati e questo non è stato derogato nello statuto.⁹¹

Con il PGR del 1926, il legislatore del Liechtenstein si è ispirato ai lavori preparatori di *Huber per*⁹² la revisione del Codice delle obbligazioni svizzero⁹³, che può essere utilizzato come base per la sua ricezione, ma 45

⁸⁹ § Sezione 73 e seguenti della Divisione Finale della PGR.

⁹⁰ *"L'obbligo di emettere un certificato azionario (certificato azionario, certificato azionario, titolo azionario) si applica alla società solo se lo statuto non stabilisce diversamente.*

⁹¹ Art 267(3) PGR.

⁹² Prof. Dr. *Eugen Huber*, avvocato e creatore del Codice civile svizzero (ZGB), 1849 - 1923; <http://www.e-archiv.li/personDetail.aspx?persID=30919ack-url=auto>.

⁹³ *Frick in 90 Jahre Fürstlicher Oberster Gerichtshof, FS für Delle Karth*, 2013, The More Recent Development of Liechtenstein Company Law in the Light of EEA Membership, S 193 (S 196).

va notato che questo progetto di revisione è stato successivamente rivisto in Svizzera ed è entrato in vigore solo nel 1937.⁹⁴ Se si confronta il diritto societario svizzero di cui all'art. 620 e segg. del CO, manca una regolamentazione simile a quella di cui all'art. 267 PGR per quanto riguarda l'emissione di certificati azionari. Alcune disposizioni del Codice delle obbligazioni fanno invece esplicito riferimento all'esistenza di titoli azionari come certificati fisici o titoli. Per⁹⁵ realizzare titoli dematerializzati, la Svizzera ha adottato la legge sui valori mobiliari in forma scritturale.⁹⁶

- 46 Tuttavia, anche se la legge prevede solo nel Liechtenstein e non in Svizzera che l'emissione di certificati azionari può essere rinunciata o può essere rinunciata nello statuto, la prassi svizzera riconosce anche la rinuncia all'emissione di certificati azionari, almeno per quanto riguarda

⁹⁴ Cfr. *Bergt*, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, pag. 19 (Rz 55).

⁹⁵ Cfr. ad es. art. 622 cpv. 5 e art. 686 cpv. 3 CO; *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, diritto societario svizzero, § 43 N 2 mwN.

⁹⁶ BEG, AS 2009 3577, in vigore dal 01.10.2009. Tali strumenti finanziari in forma scritturale o titoli in forma scritturale non devono essere confusi con i valori mobiliari in forma circolare ai sensi dell'art. 392 e segg. della direttiva 2002/47/CE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2002/47/oj>. Vedi anche Art 392 par. 1 fig. 7 SR.

le "piccole" società per azioni o le società individuali⁹⁷; secondo la dogmatica svizzera, un azionista non ha inoltre alcun diritto esecutivo all'emissione di un certificato azionario.⁹⁸

Anche nel Liechtenstein la PGR non conferisce ad un azionista il diritto 47
legale all'emissione di un certificato azionario. Per quanto riguarda le azioni al portatore, vi è l'obbligo di nominare un depositario, che tiene un registro degli azionisti al portatore.⁹⁹ Per quanto riguarda le azioni

⁹⁷ Cfr. l'ammissibilità di una ditta individuale *Schopper/Walch*, *Die Reform der liechtensteinischen GmbH*, LJZ 2017/01, pag. 1 (3); cfr. anche BuA 1998/153, 178; *Bergt*, *Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft*, pag. 187 f (Rz 458, FN 713): "*Fino alla modifica della PGR con LGBI 1980/039 nel 1980, era possibile costituire e gestire società per azioni e società a responsabilità limitata in forma di società a socio unico ai sensi dell'Art. 637 PGR. Questa disposizione è stata tuttavia abrogata e almeno la costituzione di una società per azioni non può più essere effettuata da una sola persona (cfr. art. 281 e 288 PGR), ma la sua direzione può farlo. Solo con l'emendamento PGR LGBI 2000/279 nel 2000 è diventato nuovamente possibile la costituzione di una società a responsabilità limitata da parte di un socio (Art. 389 PGR). Ciò corrispondeva all'attuazione della direttiva sulle società dei singoli Stati membri (art. 2 della 12a direttiva UE sulle società 89/667/CEE), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/1989/667/oj>, sostituita dalla direttiva 2009/102/CE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/102/oj>."*

⁹⁸ OGH a 09 C 271/98-201 del 03.03.2005, LES 2006, 161, linea guida d: "*L'AG è obbligata a rilasciare un certificato azionario solo se lo statuto non prevede altro. Nel Liechtenstein è prassi comune non emettere azioni nel caso delle cosiddette "Strohmannformgründungen" o società individuali. [...] I diritti azionari di una società per azioni possono essere trasferiti, in linea di principio, solo in conformità alle regole di assegnazione*"; *Frick*, *Die Aktienarten nach liechtensteinischem Aktienrecht*, p. 80 s; *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, *Schweizerisches Aktienrecht*, § 43 N 2 ss.

⁹⁹ Art 326c PGR. Se i documenti sono stati emessi, devono essere depositati anche presso il depositario ai sensi dell'Art. 326a cpv. 1 PGR.

nominative, la società stessa è tenuta a tenere un registro delle azioni.¹⁰⁰ La tenuta del libro delle azioni è prevista dalla legge come attività del consiglio di amministrazione in contrasto con la custodia del libro delle azioni e può quindi essere responsabile di tale attività sulla base della responsabilità del consiglio di amministrazione nei confronti della Società ai sensi degli artt. 218 e segg.¹⁰¹

- 48 Come già menzionato, la PGR prevede che¹⁰² i titoli possano essere emessi tramite adesione solo se ciò è esplicitamente consentito dalle disposizioni specifiche della PGR. Se le cartolarizzazioni sono emesse in contrasto con tale disposizione, esse sono nulle ai sensi della legge sui valori mobiliari. Pertanto, per quanto riguarda i diritti di fondatore di¹⁰³ una persona giuridica, i certificati di cessione sono considerati¹⁰⁴ solo come meri documenti probatori. Tuttavia, è possibile, a condizione che lo statuto preveda che il fondo di fondazione di un istituto a struttura societaria sia suddiviso in azioni e che questi certificati azionari siano emessi come titoli in aggiunta ai diritti del fondatore.¹⁰⁵ Pertanto, se consentito dalla legge, lo statuto può prevedere l'emissione di titoli a

¹⁰⁰ Specie 328 PGR

¹⁰¹ Art. 326b comma 4 PGR; cfr. anche il comma 66d e il comma 66e della Divisione Finale sulla PGR. Il trasferimento della gestione del registro delle azioni costituisce una delega o un'assegnazione di compiti di gestione ai sensi dell'Art. 348 PGR e un delegato può essere ritenuto responsabile per il curae in eligendo, instruendo e custodiendo - cfr. *Bergt, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorgans in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft*, S 163 ss (Rz 396 ss); cfr. anche il capitolo I.3.1.

¹⁰² Art 150(1) PGR.

¹⁰³ Ai sensi dell'Art. 543 comma 1 PGR, i titolari dei diritti di fondatore di un'impresa ne costituiscono l'organo supremo.

¹⁰⁴ Istituti di diritto privato ai sensi dell'Art. 534 PGR.

¹⁰⁵ Cfr. art. 540(4) PGR.

titolo di partecipazione; in caso contrario, le azioni cartolarizzate non possono essere emesse.

Mentre i certificati azionari emessi in conformità allo statuto devono essere considerati come titoli¹⁰⁶, non è il caso dell'emissione di certificati per azioni di una GmbH. I certificati azionari possono essere emessi anche per i diritti di socio di una GmbH, ma questi sono trattati come semplici documenti probatori, a meno che lo statuto non preveda espressamente che debbano essere trattati come titoli.¹⁰⁷ Tali certificati di prova sono soggetti a una libera valutazione giudiziaria delle prove in un caso che è coinvolto in un contenzioso.¹⁰⁸ 49

Ciò significa che, secondo il diritto societario del Liechtenstein, nessun obbligo di emissione di titoli può derivare né da disposizioni speciali, come quelle relative al diritto delle società per azioni, né da disposizioni generali che si applicano alle persone giuridiche in generale; un tale obbligo può essere stabilito nello statuto. 50

In base al diritto societario svizzero, tuttavia, se esistono titoli non certificati, un azionista ha il diritto di ottenere un certificato di prova del 51

¹⁰⁶ Cfr. Art 267(1) PGR, Art 268(4) PGR e Art 262(4) PGR.

¹⁰⁷ Art 401(3) PGR.

¹⁰⁸ Art. 272 ZPO; in generale, in relazione ai diritti di scritture contabili e alla valutazione giudiziaria, si deve fare riferimento anche all'Art. 1 comma 3 PGR, che recita: *"Se una disposizione non può essere derivata dalla legge, il giudice decide secondo il diritto consuetudinario e, in mancanza di tale disposizione, secondo la norma che stabilirebbe in qualità di legislatore (accertamento della giustizia)"*. Anche se questa unicità del Liechtenstein sembra problematica in termini di separazione dei poteri, un giudice può in linea di principio decidere di trovare giustizia secondo una norma che stabilirebbe come legislatore.

suo diritto di disporre dei titoli che gli sono stati assegnati.¹⁰⁹ Il diritto di rilasciare tali certificati di prova per i diritti di affiliazione e di rivendicazione dematerializzati è valido anche ai sensi del diritto del Liechtenstein.¹¹⁰ Il Liechtenstein ha sempre conosciuto la completa dematerializzazione attraverso la PGR, il che significa che i titoli vengono negoziati senza pezzi. Di conseguenza, l'ordinamento giuridico del Liechtenstein non si basa necessariamente sul raggruppamento di singoli titoli efficaci mediante costruzioni di autenticazione di fortuna, come ad esempio l'emissione di un atto globale o collettivo - anche se una struttura di questo tipo sarebbe possibile.¹¹¹

- 52 Mentre il rapporto di consultazione sulla TVTG¹¹² supposeva erroneamente che i titoli in forma scritturale non esistessero nel Liechtenstein e che fossero stati introdotti nell'ordinamento giuridico del Liechtenstein solo con la TVTG¹¹³, questa opinione è stata rivista e corretta nel

¹⁰⁹ *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, diritto societario svizzero, §43 N 4, N 17 e N 59.

¹¹⁰ Cfr. i certificati di deposito sotto forma di prova documentale ai sensi dell'art. 326c cpv. 6 PGR; cfr. anche il capitolo I.3.1.

¹¹¹ Cfr. la relativa situazione giuridica svizzera *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, Diritto svizzero delle società per azioni, §43 N 59 e segg.

¹¹² In questo momento ancora "VTG".

¹¹³ VnB del Governo in merito alla creazione di una legge sui sistemi di transazione basati su tecnologie affidabili (Blockchain Act; VT Act; VTG) del 28 agosto 2018, pagg. 7, 81 e 132 e segg. - "*Affinché i titoli possano essere incorporati in un token su un sistema VT e ivi trasferiti senza deviazioni tramite un certificato fisico, la figura giuridica del diritto dei titoli in forma scritturale viene introdotta nel diritto del Liechtenstein e contemporaneamente viene creata l'interfaccia tra il diritto dei titoli e il VT Act*". (S 81).

rapporto e nella mozione sulla TVTG.¹¹⁴ Oltre alla PGR, il diritto tributario del Liechtenstein in particolare conosce anche i titoli dematerializzati e i titoli in forma scritturale.¹¹⁵ Il Tribunale di Stato ha inoltre affermato già nel 1975 che, ad esempio, i diritti di fondatore di un'impresa (di diritto privato) sono considerati come titoli non certificati ai sensi del diritto del Liechtenstein, "a condizione che contengano un patrimonio e non abbiano il carattere di titoli".¹¹⁶

La forma giuridica dell'istituto (di diritto privato) introdotta con l'entrata in vigore della PGR nel 1926 può essere anche il motivo per cui il Liechtenstein conosce i titoli in forma scritturale da quasi 100 anni, poiché, come spiegato sopra, le azioni dell'istituto sono legalmente considerate come titoli solo se ciò è esplicitamente previsto dallo statuto.¹¹⁷ Argumentum e contrario, altrimenti devono essere considerati come titoli in forma scritturale o diritti di proprietà che¹¹⁸ rappresentano diritti di socio o di rivendicazione. Nella seduta pubblica del Parlamento del Liechtenstein del 25/26/27 ottobre 2000 relativa alla modifica della PGR

¹¹⁴ BuA 2019/54, pag. 108 e segg. - "Va inoltre osservato che la figura giuridica del diritto di valore non è nuova per il diritto del Liechtenstein. (S 109).

¹¹⁵ Cfr. art. 12 cpv. 1 lett. d SteG - "I titoli non quotati in borsa, nonché i diritti e i crediti non cartolarizzati in titoli [...] devono essere valutati in base al valore di mercato [...].

¹¹⁶ StGH 1975/002 del 29.04.1975, ELG 1973, 381.

¹¹⁷ Art. 540 cpv. 4 PGR; cfr. nota a margine 48.

¹¹⁸ Cfr. il titolo di fatto - "diritti di proprietà" - dell'art. 304f PGR, che si riferisce ai certificati di partecipazione che rappresentano azioni senza diritto di voto e che, nella loro forma di codificazione concreta, si basano sul diritto svizzero - cfr. *Binder/Vetter, Der Partizipationsschein - eine Auslegungordnung in Lorrandi/Staehelin* (Hrsg), *Innovatives Recht, FS für Ivo Schwander*, pag. 275 (pag. 278 ss.).

si afferma inoltre che, in assenza di un rigoroso *numerus clausus* del diritto dei titoli del Liechtenstein, è possibile emettere titoli non certificati, legali o contrattuali, in assenza di un rigoroso *numerus clausus* nel diritto dei titoli del Liechtenstein.¹¹⁹

- 54 Inoltre, l'affermazione che *"il diritto dei titoli del Liechtenstein, indipendentemente dalla possibilità di emettere titoli non certificati, è stato influenzato in modo relativamente forte dall'idea di collegare un diritto con un supporto fisico d'informazione (atto) a partire dalla versione originale della PGR del 1926 (cfr. § 73 (1) Divisione finale della PGR)"* deve essere valutata criticamente,¹²⁰ poiché già nel 1980 Frick aveva dichiarato che *"la maggioranza delle società per azioni registrate nel Liechtenstein si astengono dall'emettere azioni [...]"*.¹²¹ anche se l'emissione di titoli o azioni in particolare, come già spiegato in questo capitolo, è la procedura standard per la PGR. Tuttavia, anche altre fonti dimostrano la familiarità dell'ordinamento giuridico del Liechtenstein con i titoli in forma scritturale, come ad esempio l'art. 1a cpv. 2 lett. b BankV, che, per quanto riguarda l'eccezione al concetto di deposito, si riferisce a *obbligazioni o ad altre obbligazioni standardizzate e di massa o a diritti non certificati con la stessa funzione*. Il legislatore presuppone quindi espressamente che i diritti cartolarizzati, ossia i titoli

¹¹⁹ LTP del 26.10.2000, modifica della PGR (n. 153/1988, relazione della Commissione e disegno di legge modificato del 18 settembre 2000), 2a lettura, S 1991 (in particolare Wolff e Frommelt sull'art. 304f PGR).

¹²⁰ BuA 2019/54, pag. 108.

¹²¹ Frick, I tipi di azioni secondo il diritto societario del Liechtenstein, pag. 80 segg.

con la stessa funzione, possano essere emessi anche senza certificazione, ossia come diritti non certificati.¹²²

Si segnala che, in linea di principio, non è possibile acquisire crediti in buona fede, ad eccezione di una finta cessione¹²³, di un'ipoteca di proprietà su un credito o di una cartolarizzazione in titoli (crediti cartolarizzati). Ciò significa che i diritti cartolarizzati, ossia i titoli, possono essere acquisiti in buona fede, a differenza dei diritti non certificati o dei titoli dematerializzati, ossia i titoli in forma scritturale. Poiché la TVTG applica mutatis mutandis le disposizioni del diritto di proprietà, viene creato un regime in base al quale anche l'acquisto di titoli in forma¹²⁴ scritturale - talvolta in forma goniometrica - è coperto da protezione in buona fede.

Soprattutto in relazione ai gettoni che rappresentano il diritto di proprietà di determinati veicoli, va osservato che essi non costituiscono documenti merci ai sensi dell'art. 504 cpv. 2 RS a causa della mancanza di

¹²² A causa di un errore editoriale, la suddetta autorità legale continua a fare riferimento alla WPPG invece che al Regolamento Prospetti 2017/1129 o alla WPPDG del SEE; non bene non è importante per la valutazione prudenziale come valore mobiliare e quindi come strumento finanziario che si tratti di un documento fisico.

¹²³ § Paragrafo 916(2) dell'ABGB.

¹²⁴ Per un'applicazione analoga delle disposizioni del diritto di proprietà, occorre sempre verificare in anticipo quali diritti sono rappresentati nel gettone. In particolare, ci si dovrà chiedere se questi rappresentano diritti di valore. Non tutti i gettoni devono necessariamente rappresentare titoli in forma scritturale ai sensi del § 81a della divisione finale della PGR nella versione modificata dal Foglio federale 2019/93; solo i titoli in forma scritturale iscritti nel registro dei titoli in forma scritturale - ma non tutti i crediti - sono trattati dalla TVTG allo stesso modo dei titoli, per cui anche le disposizioni del diritto di proprietà vengono applicate per analogia.

un'autenticazione. L'art. 7 cpv. 1 TVTG, come modificato dal BuA 2019/93 (LGBI 2019.301) è stato analogamente modellato sulla disposizione dell'art. 504 cpv. 1 SR e la cessione di un gettone ha anche l'effetto di disporre del diritto rappresentato dal gettone. L'art. 7 cpv. 2 della TVTG, come modificato dal BuA 2019/93, stabilisce che una persona obbligata dall'alienazione del gettone deve garantire che l'alienazione del gettone abbia effetto anche sull'alienazione del diritto rappresentato nel gettone e che non vi sia un'alienazione concorrente del diritto rappresentato; pertanto, dovrebbe esserci un parallelismo giuridico tra il trasferimento del gettone e il trasferimento dei diritti rappresentati nel gettone.

- 57 Tuttavia, poiché le disposizioni del diritto sostanziale sono applicate in modo funzionalmente adeguato nell'interpretazione della TVTG, questa disposizione si applica anche allo smaltimento dei gettoni in assenza di una disposizione esplicita contraria, che derogherebbe all'art. 504 cpv. 2 RS. Ciò significa che il destinatario in buona fede di un pericolo ha la precedenza sul destinatario in buona fede di un diritto di iscrizione in un libro o "diritto di merce" - che, secondo le dichiarazioni della TVTG nella versione modificata dal Foglio federale 2019/54, è sostanzialmente equiparato a uno strumento di sicurezza o di merce nel senso dell'applicazione funzionalmente adeguata delle disposizioni del diritto di proprietà.¹²⁵ Questo processo - indicato anche dal governo come sincronizzazione - nell'art. 7 cpv. 2 TVTG come modificato dal Foglio federale 2019/93 e gli obblighi che ne derivano si applicano esclusivamente alla parte obbligata dalla cessione di un gettone, ma non dicono nulla in merito all'acquisizione in buona fede dei diritti su un oggetto

¹²⁵ Cfr. BuA 2019/54, pag. 204 segg.

rappresentato in un gettone da un terzo; la persona che ha acquisito legalmente il diritto di disporre di un gettone mediante un negozio giuridico, ma non i diritti rappresentati nel gettone (ad es. su un oggetto), potrà far valere i diritti di risarcimento danni nei confronti dei debitori a causa dell'inadempimento o recedere dal contratto.

Il risultato sembra soddisfacente, in quanto il regime dei titoli in forma scritturale, che sono rappresentati in token, è stato modellato su quello dei titoli e la protezione offerta dal diritto di proprietà è stata estesa anche ad essi, in applicazione analoga. Prima vista, tuttavia, questa regolamentazione sembra applicarsi solo ai titoli in forma di gettoni secondo la TVTG, come modificata dalla BuA 2019/93, e tratterebbe in modo classico i titoli in forma scritturale senza l'implementazione tecnica in un gettone in modo diseguale e quindi svantaggioso. Tuttavia, un chiarimento a livello di legge, secondo cui le disposizioni del diritto di proprietà devono essere applicate in modo funzionalmente adeguato anche ai titoli in forma scritturale ordinari - nel senso di titoli in forma scritturale civili o societari come crediti, diritti di appartenenza o comproprietà e diritti di proprietà - risulta dall'art. 81a cpv. 1 e 4 in combinato disposto con l'art. 81a cpv. 5 della Divisione Finale della PGR nella versione modificata dal Foglio Federale 2019/93, tenendo conto del relativo materiale legislativo. Esso stabilisce che i titoli non certificati con la *stessa funzione* dei titoli possono essere emessi o che i titoli esistenti possono essere sostituiti da titoli non certificati con la stessa funzione, a condizione che ciò sia conforme ai documenti dello statuto e alle condizioni di emissione. Inoltre, i titoli non certificati iscritti nel registro dei diritti di proprietà intellettuale possono essere acquisiti in buona fede, il che suggerisce che il regime creato nella TVTG dovrebbe essere applicato in modo analogo ai titoli non certificati per i titoli non certificati

58

non rappresentati da gettoni; la delimitazione dei titoli non certificati da semplici rivendicazioni¹²⁶ è quindi effettuata dal registro dei diritti di proprietà intellettuale appositamente introdotto, che può essere mantenuto anche elettronicamente e in modo decentrato e può anche essere combinato con altri registri come il registro delle azioni o il registro delle azioni in un unico registro. Il trasferimento di titoli in forma scritturale può essere effettuato solo aggiornando l'iscrizione nel registro dei titoli in forma scritturale.¹²⁷

- 59 Prima dell'entrata in vigore della TVTG era quindi possibile stabilire un'acquisizione in buona fede solo di titoli, ma non di titoli in forma scritturale. Tuttavia, a causa dell'introduzione del principio di astrazione per le disposizioni gettonate,¹²⁸ resta il fatto che anche nel caso di un'operazione di impegno scaduto, l'operazione di disposizione rimane efficace e deve essere regolata solo in conformità alla legge sull'arricchimento¹²⁹ - come è stato fatto anche per i crediti in passato,

¹²⁶ Si veda il capitolo I.3. per la clausola sui titoli.

¹²⁷ § 81a comma 1 e comma 4 in combinato disposto con l'articolo 81a comma 5 della divisione finale della PGR nella versione del Foglio federale 2019/54; Foglio federale 2019/54, pag. 313 e segg.

¹²⁸ BuA 2019/54, pag. 69.

¹²⁹ Cfr. BuA 2019/54, pag. 191; il principio di astrazione applicabile alle norme di trasmissione secondo la TVTG può avere un effetto effettivo solo se un gettone rappresenta una cosa nel senso del diritto di proprietà, una "res digitalis" - che non è da presumere (cfr. capitolo I.1) - o il regime di diritto di proprietà si applica anche in modo analogo, come generalmente indicato nella TVTG. In questo caso si potrebbe indicare una mancanza di radici; tuttavia, per il principio di astrazione, ciò non farebbe altro che provocare un'inversione della legge di arricchimento ingiusto (cfr. cap. I.4). Ciò sembra stringente, dato che un sistema di TVT è altrettanto definitivo di un sistema bancario di base e, a causa della mancanza di uno status reale, le transazioni devono essere trattate

in quanto non è mai possibile utilizzare una garanzia. Tuttavia, poiché il principio di astrazione non si estende al di là della TVTG ai titoli in forma scritturale appositamente introdotti con la stessa funzione dei titoli di cui al § 81a della divisione finale della PGR nella versione modificata dal Foglio federale 2019/54, si deve presumere che il principio di

secondo la legge sull'arricchimento e non secondo la legge sulla proprietà, se c'è una carenza nella transazione di impegno o se questa non è stata effettivamente completata. Nota bene sembrano essere stati confusi qui nella VnB del governo in merito alla creazione di una legge sui sistemi di transazione basati su tecnologie affidabili (legge Blockchain; legge VT; VTG) del 28.08.2018, pag. 57 f, le rivendicazioni ai sensi del diritto di arricchimento e di proprietà. Un oggetto di vendita può essere soggetto a una designazione di diritto di proprietà, mentre il prezzo di acquisto può essere conferito soltanto (cfr. anche l'effetto secondo il diritto delle obbligazioni e del diritto di proprietà ex tunc contro l'effetto secondo il diritto delle obbligazioni ex tunc e l'effetto secondo il diritto di proprietà ex nunc - cfr. anche la rettifica nel BuA 2019/54, pag. 197). Una discrepanza tra la situazione giuridica nominale e l'effettiva attuazione su un sistema di TV via cavo, come indicato nella VnB zum VTG del 28 agosto 2018, pag. 58, sembra essere troppo breve nella sua attuazione, in quanto ciò avviene solo se un gettone è soggetto anche alle disposizioni del diritto sostanziale. Il principio di causalità non dice di per sé se un'inversione avviene secondo il diritto di arricchimento o secondo il diritto di proprietà, il che è talvolta anche un punto importante di critica del principio di causalità - cfr. *Honsell, Tradition und Zession - causale o astratto?*, in FS *Wiegand*, p. 349 (pp. 359 e 369). Tuttavia, sembra interessante che il principio di causalità si applichi ai nuovi diritti a valore positivo del PGR, come modificato dal BuA 2019/93 della TVTG, mentre il principio di astrazione si applica solo ai diritti a valore simbolico ai sensi della TVTG. Vedi anche BuA 2019/54, p. 69 - *"L'immutabilità delle trasmissioni sui sistemi VT lo suggerisce, perché le cessioni di gettoni siano basate sul principio di astrazione [...]"* - p. 197 - *"Il governo ritiene giustificata l'introduzione del principio di astrazione per la TVTG [...]"* - p. 203 - *"La rei vindicatio, che può essere applicata in modo funzionalmente adeguato, è infranta dal principio di astrazione e un gettone non può più essere richiesto anche se l'operazione di impegno è difettosa. La transazione di smaltimento rimane astratta in sé e senza causa. Un completamento posteriore può avvenire solo per arricchimento legale"*.

causalità continuerà ad essere applicato ad essi e che essi saranno soggetti anche alle disposizioni del diritto di proprietà.¹³⁰

3.1 Trasferimento dei diritti di valore

- 60 La PGR non prevede alcuna regola esplicita per il trasferimento di tali titoli in forma scritturale o di altri diritti di adesione o di debito non cartolarizzati. Solo la citata disposizione generale dell'Art. 149 cpv. 3 PGR prevede che il trasferimento di un socio e la creazione di un diritto reale limitato su tale socio possono avvenire tramite contratto scritto, a condizione che non vi sia un diritto di prelazione o un obbligo di approvazione da parte degli organi o dei soci. Tuttavia, il trasferimento per mezzo di un contratto scritto sembra essere estremamente ostruzionistico, soprattutto in considerazione della tecnologia della catena a blocchi, e ne distruggerebbe i vantaggi.
- 61 Tuttavia, l'Art. 245 cpv. 1 della PGR non deve far perdere di vista il fatto che le suddette disposizioni generali della PGR costituiscono legge generale, alle quali si deroga derogando alle disposizioni dei titoli su società, istituti e fondazioni. La legge sulle società per azioni prevede esattamente tale disposizione specifica nell'art. 322 cpv. 2 PGR, che va considerata come *lex specialis*. Questa disposizione prevede che tra la sottoscrizione di azioni o titoli e l'emissione di un tale atto si applichino le disposizioni generali del Codice delle obbligazioni, ossia le disposizioni del Codice Civile generale, in particolare quelle relative alla cessione di crediti e all'assunzione di un debito.
- 62 Sono pertanto rilevanti le disposizioni di cessione di cui agli artt. 1392 e segg. del Codice Civile Austriaco (ABGB) per il trasferimento di titoli

¹³⁰ Si veda il capitolo I.3.5 e I.4.

in forma scritturale. Una cessione non è un'operazione astratta, ma richiede un'operazione sottostante valida (ad es. acquisto di crediti) in aggiunta a un'operazione di cessione. In linea con il principio della separazione, per il trasferimento sono necessari sia un titolo che una modalità. L'operazione causale e l'operazione di cessione coincidono di solito nel caso di una cessione, anche se l'operazione di cessione è regolarmente priva di forma. In pratica, è "*difficilmente immaginabile*" che¹³¹ l'obbligazione formale di un'operazione sottostante si rifletta nel contratto di trasferimento.¹³² Di conseguenza, secondo il diritto del Liechtenstein, sulla base della ricezione austriaca, un incarico non richiede di norma una forma scritta - né nel caso di un impegno né nel caso di un'operazione di alienazione. Ai sensi dell'¹³³Art. 326h PGR è efficace una cessione per segno, in base alla quale il trasferimento di azioni al portatore avviene mediante l'iscrizione di un nuovo proprietario nel registro delle azioni ai sensi dell'Art. 326c PGR.¹³⁴

¹³¹ *Heidinger* in *Schwimann/Kodek* (Hrsg), ABGB Praxiskommentar, § 1392, Rz 13.

¹³² *Heidinger* in *Schwimann/Kodek* (Hrsg), ABGB Praxiskommentar, § 1392, Rz 9 e 12 segg.

¹³³ Ciò deve essere considerato tale, anche tenendo conto del fatto che il Codice Civile del Liechtenstein (ABGB) non riconosce le assegnazioni mediante segni ai sensi dell'art. 427 del Codice Civile Austriaco (öABGB), poiché la disposizione sul diritto di proprietà è stata abrogata. Il diritto di proprietà del Liechtenstein (RS), che si basa sul diritto svizzero, non ha nulla di paragonabile, ma non si può dedurre da ciò che la cessione richiede una forma scritta secondo l'art. 165 RU svizzero, poiché la base giuridica austriaca (ABGB) e non quella svizzera (OR) è stata ricevuta in relazione al diritto delle obbligazioni e deve quindi essere utilizzata; cfr. sull'atto di cessione della cessione *Heidinger a Schwimann/Kodek* (Hrsg), ABGB Praxiskommentar, § 1392, cpv. 18.

¹³⁴ Cfr. art. 326h cpv. 1 e 3 in connessione con l'art. 326c cpv. 2 PGR relativo alle azioni al portatore.

Tale trasferimento può essere comprovato da un documento e il proprietario di un'azione al portatore ha il diritto di richiedere al depositario tale ricevuta, che è un documento puramente probatorio.¹³⁵ Ne consegue che i diritti derivanti dalla posizione di socio o in qualità di titolare di diritti di socio e/o di rivendicazione (diritti di iscrizione al registro; diritti di proprietà) possono essere trasferiti mediante cessione e la consegna di un certificato fisico non è obbligatoria. Il trasferimento o l'affermazione di diritti derivanti da una posizione azionaria dipende - per quanto riguarda¹³⁶ le azioni al portatore - dall'iscrizione nel registro delle azioni tenuto da un depositario.¹³⁷ Anche una ricevuta di deposito rilasciata ai sensi dell'Art. 326c cpv. 6 PGR è solo un documento

¹³⁵ Art 326c (6) PGR; BuA 69/2012, p. 22.

¹³⁶ A seguito della modifica della LGBl 2013/067, la PGR non riconosce più le azioni al portatore pure, poiché anche le azioni al portatore devono essere registrate a seguito di una valutazione MONEYVAL insufficiente del Liechtenstein per prevenire il riciclaggio di denaro o il finanziamento del terrorismo; cfr. BuA 2012/69, pag. 5 e segg.

¹³⁷ È compito del Consiglio di amministrazione nominare un depositario (BuA 69/2012, pag. 20). Le persone soggette all'obbligo di diligenza possono essere nominate come custodi, o persone domiciliate o residenti nel Liechtenstein, a condizione che abbiano anche un conto nel SEE a nome dell'azionista. Se una società è tenuta a nominare un amministratore delegato ai sensi del diritto commerciale o un amministratore con poteri speciali di legge ai sensi dell'Art 180a comma 3 PGR, è necessario solo un conto del socio nel SEE (Art 326b comma 2 e 3 PGR). Mentre il Consiglio di amministrazione stesso è responsabile della tenuta del registro delle azioni nominative, il depositario e custode del registro delle azioni al portatore non è espressamente trattato come un organo dalla legge (cfr. la dizione nel §§ 66d comma 1 e 66e comma 1 della Divisione Finale della PGR e ulteriormente BuA 2012/150, pag. 8). Tuttavia, tenendo conto del fatto che il depositario è nominato anche dalla società, rappresentata dal consiglio di amministrazione (necessaria attribuzione), o dal tribunale regionale in procedimenti non contenziosi, e che il depositario deve essere iscritto anche nel

registro di commercio in tale veste (Art 326b comma 4 PGR), si pone la questione se il depositario ricopra anche una posizione in un organo direttivo ai sensi degli Art 326a e seguenti PGR ed è responsabile come organo direttivo per l'attento esercizio dell'attività di depositario. Potrebbe esserci un trasferimento di compiti al depositario ai sensi dell'Art. 348 PGR. Una delega ai sensi dell'Art. 348 PGR è caratterizzata da una triade di doveri di diligenza che vanno di pari passo con la delega. Un organo delegante deve esercitare una ragionevole cura nella selezione (culpa in eligendo), nell'istruzione (culpa in instruendo) e nella supervisione (culpa in custodiendo). La selezione delle persone e l'istruzione di svolgere la funzione di custode causano pochi problemi. L'Art. 326i cpv. 1 PGR disciplina tuttavia separatamente la vigilanza del depositario e assegna questo compito all'ufficio di revisione. Questa divisione delle responsabilità potrebbe contestare l'esistenza di una delegazione e di conseguenza il fatto che il depositario sia un organismo. In definitiva, tuttavia, tutti i criteri per una delega o un mandato ai sensi dell'Art. 348 PGR sono soddisfatti e una suddivisione delle responsabilità o l'attribuzione di responsabilità all'ufficio di revisione non esclude l'esistenza di una delega ai sensi dell'Art. 348 PGR. In particolare nel caso della nomina di organi di vigilanza facoltativi ai sensi dell'Art 199 PGR, è addirittura usuale una suddivisione delle responsabilità in caso di delega (per quanto riguarda la vigilanza). Tuttavia, ciò non può essere dedotto dalla proposta legislativa, anche se il contesto di un tale trattamento privilegiato di un depositario rispetto a un custode di un registro delle azioni è discutibile e il diverso trattamento rimane incomprensibile. La nomina di un depositario può essere compito del consiglio di amministrazione (e quindi trasferibile), ma non l'attività del depositario stesso. Il consiglio di amministrazione è l'organo di gestione di una società per azioni e vi è una presunzione di competenza a suo favore. Il consiglio di amministrazione può deliberare in tutte le materie non riservate dalla legge o dallo statuto ad altro organo, in particolare all'assemblea dei soci (cfr. art. 716 CO e *Vogt*, http://www.rwi.uzh.ch/elt-1st-vogt/gesellschaftsrecht/organisation/de/html/verwaltungsrat_learningObject2.html) *"La direzione describe la 'formazione, l'esecuzione e l'attuazione del testamento' che serve a realizzare lo scopo della società.* - *Bergt*, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, S 32 (Rz 88) unter Bezug auf *Seeger*, Die Verantwortung gemäß Art. 218 bis 228 des liechtensteinischen Personen- und

probatorio e non costituisce una garanzia o un diritto di registrazione separata.¹³⁸ Indipendentemente da ciò, va notato che il trasferimento di titoli in forma scritturale, così come il trasferimento di titoli, può essere soggetto a varie restrizioni, come le restrizioni al trasferimento di azioni. Si noti inoltre che le disposizioni del diritto di proprietà non si applicano ai valori mobiliari in forma scritturale. La situazione è diversa per i titoli in forma scritturale ai sensi del § 81a della divisione finale della PGR, che saranno introdotti nel corso della TVTG a partire dal 1° gennaio 2020 e che devono essere iscritti in un registro dei titoli in forma scritturale e quindi hanno la stessa funzione dei titoli.

3.2 Manutenzione del registro delle azioni su una catena a blocchi

- 64 Come già discusso nel capitolo precedente, per quanto riguarda le azioni al portatore, il registro dei titolari di azioni di una società deve essere tenuto da un depositario. Nel caso di azioni nominative, tuttavia, la società deve tenere un registro delle azioni. Questo perché una società per azioni deve conoscere i suoi membri ex lege.¹³⁹ Nonostante

Gesellschaftsrechts, S 86; si basa quindi su decisioni imprenditoriali. In questo contesto, l'attività di custode può essere vista anche come un atto puramente amministrativo e non come una gestione, e il custode ai sensi dell'Art. 326b PGR è quindi, a differenza del detentore del registro delle azioni ai sensi dell'Art. 328 PGR, non un organo della società. Ciò contrasta la presunta sincronizzazione dei registri delle azioni secondo la BuA 2012/69, pag. 30 aE.

¹³⁸ BuA 69/2012, p. 22.

¹³⁹ Ciò è particolarmente importante in caso di trasferimento di strumenti azionari gettonati. In base alle disposizioni del diritto societario, i diritti di socio possono essere trasferiti solo a persone che sono note alla società e che quindi sono da essa identificate. Ridotto ai diritti di socio gettonati di una società, ciò significa che tali gettoni possono essere trasferiti solo a portafogli o indirizzi

l'incoerente terminologia giuridica, il depositario o - se non sono stati emessi titoli al portatore fisici e quindi non possono essere depositati ai sensi dell'Art. 326a PGR - il conservatore delle azioni al portatore non deve essere considerato come un organo separato di una società per azioni. Per quanto riguarda la¹⁴⁰ tenuta del registro delle azioni per le azioni nominative, tuttavia, la posizione dell'organo esecutivo è più chiara rispetto al registro delle azioni al portatore.¹⁴¹

65

identificati (la cosiddetta soluzione della whitelist); deve essere tecnicamente garantito che un diritto di socio in base al diritto societario sotto forma di gettone può essere trasferito solo a indirizzi di portafogli le cui parti autorizzate sono state identificate. Nel caso dei titoli di debito, la situazione è diversa, in quanto non è previsto dal diritto civile che un debitore debba sempre conoscere il suo creditore attuale. Se il debitore non viene informato della cessione del credito nei suoi confronti, può comunque effettuare il pagamento al creditore precedente con effetto liberatorio (§ 1395 ABGB). Tuttavia, poiché l'affermazione dei diritti di uno strumento di debito avviene direttamente attraverso il token, in pratica, la consapevolezza della cessione dei diritti causerà pochi problemi (parallelamente all'effetto di legittimazione e di liberazione). Eventuali divieti di cessione devono essere osservati; il Liechtenstein non ha adottato la disposizione austriaca sul carattere vincolante dei divieti di cessione di cui al § 1396a öABGB.

¹⁴⁰ Art. 326b (1) e (4) PGR. Una presunzione contro la nomina dell'organo esecutivo è già data nel § 66d comma 1 e nel § 66e comma 1 della Divisione Finale della PGR. Cfr. in dettaglio FN 137.

¹⁴¹ Cfr. Art. 328 cpv. 1 PGR in relazione alla cifra 66e cpv. 1 della Divisione Finale della PGR (argom. "*in qualità di organo responsabile della società*").

In base al diritto societario, è quindi obbligatorio che una società identifichi i propri azionisti al momento dell'emissione di strumenti di capitale.¹⁴² Ai sensi dell'Art. 326a comma 2 PGR, le azioni al portatore di società e fondi quotati sono esenti dall'obbligo di depositare azioni al portatore presso un depositario.¹⁴³ Questi devono essere tenuti nel registro ai sensi dell'Art. 326c PGR; lo stesso deve valere per i titoli in forma scritturale (de lege lata), che non possono essere depositati ma solo tenuti nel registro. Nel registro tenuto dal depositario, il nome completo, la data di nascita, la nazionalità e il domicilio o la ragione sociale e la sede legale dell'azionista, la data di deposito e - se il depositario non è una persona soggetta a due diligence ai sensi della DDA - per ogni azione al portatore deve essere inserito un collegamento di conto nel SEE a nome dell'azionista.¹⁴⁴

- 66 Una società per azioni deve inoltre tenere un registro (registro delle azioni) dei soci, nel quale gli azionisti devono essere iscritti con il loro cognome, nome, data di nascita, nazionalità e luogo di residenza o ragione sociale e sede legale. La registrazione ha un effetto costitutivo sulla costituzione dei diritti di socio di una società e solo gli azionisti

¹⁴² In relazione alla Società, una persona è considerata azionista se è iscritta nel registro ai sensi dell'Art. 326c comma 2 PGR o nel registro delle azioni ai sensi dell'Art. 328 comma 2 PGR.

¹⁴³ Ciò si oppone anche allo status di organo del depositario delle azioni al portatore, poiché altrimenti il depositario o il conservatore del registro di una società per azioni sarebbe un organo, mentre nel caso di un fondo non sarebbe richiesto un tale depositario e di conseguenza nessun organo sarebbe responsabile di ciò. Nel caso di fondi, la custodia deve essere effettuata da un depositario separato dalla società di gestione (art. 57 e segg. AIFMG; art. 32 e segg. OICVM).

¹⁴⁴ Articolo 326c, paragrafo 1 PGR.

diventano azionisti nei confronti della società che vengono iscritti nel registro delle azioni non appena questa viene costituita (ciò vale almeno per i titoli in forma scritturale, ma non per i certificati fisicamente emessi, dove il diritto in base al certificato segue il diritto in base al certificato e di conseguenza nasce al momento dell'emissione del certificato - e non solo all'atto dell'iscrizione in un registro). L'iscrizione nel registro delle azioni può essere effettuata mediante la prova del trasferimento delle azioni.¹⁴⁵ Ai sensi dell'Art. 182 comma 1 PGR, il registro delle azioni deve essere tenuto dal consiglio di amministrazione; trattandosi di un registro interno di una società, non è soggetto a pubblica credenza e, nonostante il suo effetto dichiarativo, si applica la presunzione confutabile che una persona registrata sia un azionista.¹⁴⁶ Ciò significa anche che i diritti di socio e i diritti di rivendicazione in una società possono essere dematerializzati e trasferiti, poiché non è il titolo in cui tali diritti sono evidenziati che conta, ma piuttosto l'iscrizione nel registro delle azioni o nel registro delle azioni.

Secondo il diritto svizzero, la forma del registro delle azioni non è definita in modo più dettagliato per il positivismo giuridico. Per le società quotate in borsa, è prassi comune che il registro delle azioni sia tenuto su base informatica; tuttavia, può essere tenuto anche elettronicamente

67

¹⁴⁵ Art. 328 Capoversi da 1 a 3 PGR.

¹⁴⁶ *Marxer*, Die personalistische Aktiengesellschaft im liechtensteinischen Recht, SSHW Band-Nr 263, S 180 (S 180 f e S 183).

per le società più piccole.¹⁴⁷ Al contrario, la PGR del Liechtenstein dichiara esplicitamente che sia il registro delle azioni che il registro delle azioni possono essere tenuti elettronicamente. È indispensabile che il registro delle azioni sia tenuto in forma elettronica e che possa essere reso leggibile in qualsiasi momento e che sia conservato presso la sede della società.¹⁴⁸ Di conseguenza, deve essere possibile tenere il registro delle azioni o il registro delle azioni su un registro decentralizzato, ad esempio una catena di blocchi. Si precisa che, per effetto del riferimento

¹⁴⁷ *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, Legge svizzera sulle società per azioni, §43 N 79; cfr. anche *Marxer*, Die personalistische Aktiengesellschaft im liechtensteinschen Recht, SSHW Band-Nr 263, S 180 (S 181), che sottolinea "che il registro delle azioni deve essere conservato come "documento commerciale" per un periodo di dieci anni dallo scioglimento della SA" ai sensi dell'Art. 142 cpv. 1 PGR.

¹⁴⁸ Art 326c cpv. 4 e 5 PGR in combinato disposto con l'Art 1059 PGR; Art 329a cpv. 1 e 2 PGR in combinato disposto con il 1059 PGR; cfr. § 66e cpv. 1, 2 e 3 della divisione finale della PGR, per cui è evidente che anche in questo caso queste disposizioni non sono coordinate. Pertanto, si presume che il depositario del libro delle azioni al portatore abbia gli stessi obblighi di tenuta del libro delle azioni del consiglio di amministrazione per quanto riguarda la tenuta del libro delle azioni. Tuttavia, diversi comportamenti scorretti in relazione alla tenuta del registro ai sensi del § 66d della Divisione Finale della PGR o in relazione alla tenuta del registro delle azioni sono punibili con sanzioni amministrative pecuniarie. Questa disparità di trattamento non è oggettivamente giustificata e contraddice anche il parallelismo previsto dal BuA 2012/69, p. 30 s. La BuA 2013/33, pag. 5, chiarisce che la tenuta elettronica del registro delle azioni o del registro delle azioni non è in contrasto con la necessaria conservazione presso la sede della società; se il registro delle azioni è tenuto elettronicamente, esso sarà conservato in altri luoghi oltre alla sede della società, ma ciò è innocuo.

all'Art 1059 PGR, i documenti necessari per l'iscrizione o la registrazione devono essere conservati per dieci anni.¹⁴⁹ Il periodo di conservazione inizia alla fine dell'esercizio in cui sono state effettuate le iscrizioni o le registrazioni.¹⁵⁰

Le disposizioni sulla tenuta (elettronica) dei registri di cui all'art. 326c cpv. 4 e cpv. 5 PGR si basano sull'art. 28 SPV (creazione, conservazione e accesso ai registri di due diligence) al fine di evitare una doppia registrazione degli stessi registri. Si noti che è possibile tenere i registri per via elettronica attraverso la base azionaria, a condizione che sia garantito il rispetto dei documenti sottostanti, che i registri siano sempre disponibili e che possano essere resi leggibili.¹⁵¹ Dal punto di vista giuridico, è irrilevante se la gestione elettronica viene effettuata in una banca dati centrale o decentrata, ed è possibile la gestione delle liste degli azionisti sulla catena di blocco e di tecnologie comparabili. Si noti che il mantenimento di tali elenchi è richiesto solo per i diritti di socio, ma non per i diritti di debito o strumenti non azionari o titoli non azionari.

3.3 Conclusione registro delle azioni sulla Blockchain

La PGR conosce l'emissione di titoli dematerializzati, i cosiddetti titoli in forma scritturale, sin dalla sua entrata in vigore. L'obbligo di emissione di titoli non può essere derivato e i diritti di socio o di debito possono quindi essere emessi senza un certificato fisico. Ciò deve tuttavia

¹⁴⁹ Cfr. BuA 2012/69, pag. 23.

¹⁵⁰ Art 1059 (1) e (4) PGR.

¹⁵¹ Cfr. BuA 2012/69, S 31 in combinato disposto con S 21 e segg. in combinato disposto con l'art. 28 cpv. 2 OSP.

essere stabilito nello statuto, poiché nel caso standard opzionale, almeno nel caso di una società per azioni ai sensi dell'Art. 267 cpv. 1 PGR, i certificati azionari devono essere emessi, a meno che lo statuto non disponga diversamente.

- 70 La PGR stabilisce che una società deve conoscere i propri azionisti. Nel caso di una società per azioni, il registro delle azioni degli azionisti deve essere tenuto a nome della società e le azioni al portatore devono essere depositate presso un depositario o, se emesse sotto forma di titoli in forma scritturale dal depositario, devono essere iscritte nel registro.
- 71 Ai sensi dell'Art. 326c comma 4 PGR e dell'Art. 329a comma 1 PGR, i registri delle azioni - il registro delle azioni e il registro delle azioni - possono essere tenuti anche elettronicamente, a condizione che possano essere resi leggibili in qualsiasi momento. In questo contesto, i registri delle azioni possono essere mantenuti anche nella catena dei blocchi, in quanto il diritto societario non fa alcuna differenza se la tenuta elettronica del registro viene effettuata in una banca dati centrale o decentralizzata.

3.4 Titoli contro valori mobiliari secondo il canone MiFID

- 72 Se i titoli di diritto civile sono rappresentati in gettoni - ossia sono registrati nei libri contabili come titoli in forma scritturale - e se i diritti rappresentati non sono negoziati individualmente, ossia sono strutturati in modo standardizzato e non sono soggetti ad alcuna restrizione di trasferibilità, motivo per cui si può presumere che siano negoziabili anche sul mercato dei capitali, si può presumere che questi titoli (demateria-

lizzati) costituiscano titoli trasferibili in senso regolamentare, ossia strumenti finanziari.¹⁵² È importante notare che, ai fini della classificazione come strumento finanziario ai sensi del diritto di vigilanza, è irrilevante se un titolo è effettivamente emesso o un titolo in forma scritturale; anche se la MiFID II parla di valori mobiliari, ciò include anche i valori mobiliari in forma scritturale¹⁵³; ai sensi del diritto civile dei valori mobiliari, tuttavia, ciò ha conseguenze significative per quanto riguarda le regole di trasferimento ai sensi del diritto di proprietà, a differenza di quanto avviene nel diritto di vigilanza sui valori mobiliari.

Non è quindi possibile rappresentare in gettoni non solo i titoli di diritto civile in forma scritturale, ma questi possono anche essere qualificati come strumenti finanziari a fini regolamentari; i gettoni possono quindi rappresentare anche strumenti finanziari. Gli strumenti finanziari emessi sotto forma di gettoni sono tradizionalmente conservati nei libri contabili e possono rappresentare gli stessi diritti degli strumenti finanziari convenzionali. In questo caso si applica il principio della "*Stanza sulla forma*" e la tokenizzazione consente solo una forma separata di trasferibilità (tecnica).¹⁵⁴ 73

¹⁵² Per la definizione di strumenti finanziari si veda in dettaglio il Titolo II, Capo II.2.3.

¹⁵³ Cfr. anche l'art. 3 del CSDR per quanto riguarda la gestione dei titoli nel conto titoli.

¹⁵⁴ Cfr. BaFin Fachartikel, Tokenisierung, 15.04.2019 con riferimento all'ESMA, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa_bj_1904_Tokenisierung.html anche se l'articolo stesso sembra giudicare male il principio citato e classifica i gettoni come titoli (recte Wertrechte) sui generis, anche se il gettone come strato tecnico o contenitore non aggiunge nulla al diritto rappresentato da un punto di vista

- 74 La rappresentazione puramente tecnica nel token non influenza lo stato giuridico come diritto di valore di diritto civile (titolo) o strumento finanziario regolamentare (titolo trasferibile o diritto di valore). Anche una limitata trasferibilità di un diritto di iscrizione in bilancio, che esclude l'esistenza di uno strumento finanziario, non porterà ad una diversa valutazione normativa attraverso la gettoniera, a condizione che la restrizione sia stata attuata in modo tecnicamente corretto; nella migliore delle ipotesi, si pone la questione del senso economico di rappresentare tali diritti in gettoni. Anche per quanto riguarda la standardizzazione, la valutazione della vigilanza deve basarsi sulla struttura del diritto civile della legge e la standardizzazione non si ottiene automaticamente dalla rappresentazione tecnica in token, poiché i diritti individualizzati (ad es. il diritto di proprietà di un determinato oggetto e quindi un obbligo specifico) possono comunque essere rappresentati nel token al posto dei diritti fungibili definiti per tipo, portata e qualità (caratteristiche generiche; oggetti fungibili).¹⁵⁵
- 75 Per quanto riguarda il criterio della negoziabilità sul mercato dei capitali richiesto per gli strumenti finanziari ai sensi dell'allegato I, sezione C della MiFID II, si presume regolarmente che questo sia il caso degli strumenti finanziari gettonati - a meno che non sia tecnicamente impossibile. Attualmente, l'unico ostacolo puramente fattuale è che nel Liech-

puramente legale. Inoltre, anche l'approccio secondo il quale il diritto rappresentato in un token - in senso stretto il "sottostante" - segue il diritto nel token sarebbe completamente sbagliato (NB: BaFin non lo accetta).

¹⁵⁵ Si veda il capitolo I.1.1 rappresentazione di un debito unitario o generico nel token e quindi per quanto riguarda l'individualizzazione o la standardizzazione.

tenstein non esistono ancora sedi di negoziazione per gli strumenti finanziari gettonati e quasi nessuna sede di negoziazione organizzata per gli strumenti finanziari gettonati nell'area dell'UE o del SEE.¹⁵⁶ Tuttavia,¹⁵⁷ la mancanza di mercati dei capitali organizzati per gli strumenti finanziari gettonati non può escludere la negoziabilità richiesta per gli strumenti finanziari, poiché tale negoziabilità al di fuori dei mercati dei capitali organizzati (mercato regolamentato, MTF, OTF) può essere stabilita anche attraverso negoziazioni fuori borsa (ad esempio, negoziazioni OTC su un DEX). A condizione che la negoziabilità non sia tecnologicamente esclusa, si può presumere che la negoziabilità esista già con l'emissione primaria di strumenti finanziari gettonati; in caso contrario, una licenza di vigilanza sarebbe talvolta richiesta a tempo indeterminato e la FMA o l'autorità nazionale di vigilanza non potrebbe

¹⁵⁶ Secondo il sito web e il registro della FMA del Liechtenstein, al 17.08.2019 non esiste un mercato regolamentato, un MTF o un OTF nel Liechtenstein, <https://www.fma.li.li/de/aufsicht/bereich-banken/banken-und-wertpapierfirmen/bewilligungen-zulassungen.html>, visitato il 15.09.2019, 16:36; la LDX (London Derivatives Exchange), con sede nel Regno Unito, dispone di una licenza dell'autorità di condotta finanziaria per la fornitura di determinati servizi di investimento in relazione agli strumenti finanziari, https://register.fca.org.uk/ShPo_FirmDetailsPage?id=001b000000Op9S8AAJ visitato il 15.09.2019, 16:36, in cui il modello commerciale, secondo la società, si riferisce a prodotti finanziari gettonati, <https://londondx.com/about/> visitato il 15.09.2019, 16:36.

¹⁵⁷ Per la definizione di mercati dei capitali (organizzati) si veda il Titolo II, Capitolo II.2.3.1b.

esercitare la propria attività di vigilanza in conformità alle disposizioni.¹⁵⁸ Come spiegato nel capitolo 3.2, va notato che l'implementazione tecnica della trasferibilità dei diritti di socio gettonati tiene conto di un cosiddetto meccanismo di whitelisting, per mezzo del quale i diritti di socio gettonati possono essere trasferiti solo a indirizzi le cui persone autorizzate sono identificate, in quanto è richiesto dal diritto societario che una società conosca i propri soci.

3.5 Approvazioni e carte di puro nome sotto forma di gettoni

76 Il trasferimento di un titolo alla proprietà avviene generalmente tramite un contratto scritto e il trasferimento del titolo.¹⁵⁹ Questa disposizione si applica ai titoli nominativi¹⁶⁰, ai titoli d'ordine¹⁶¹ e ai titoli al portatore.¹⁶² Tuttavia, va notato che il diritto reale si riferisce alla carta fisica, il certificato di sicurezza.¹⁶³ Queste disposizioni¹⁶⁴ si applicano pertanto solo ai diritti di socio e ai diritti di debito cartolarizzati. Tuttavia, le disposizioni generali della PGR contengono anche un requisito di forma scritta per il trasferimento dei diritti di socio e di debito, a condizione che non siano stati emessi titoli in relazione a tali diritti.¹⁶⁵ Tuttavia, la

¹⁵⁸ Cfr. per i gettoni come strumenti finanziari in dettaglio il titolo II, capo II.2.3II.2.3.5 e per questioni specifiche anche II.2.2.2; cfr. per le piazze di negoziazione decentrate (DEX) titolo II, capo II.2.II.2.5 in combinato disposto con il capo II.2.II.2.4.

¹⁵⁹ § § 75(1) della divisione finale della PGR.

¹⁶⁰ §§ Sezioni 82 e seguenti della Divisione Finale sulla PGR.

¹⁶¹ §§ Sezioni 87 e seguenti della sezione finale del PGR.

¹⁶² §§ Sezioni 95 e seguenti della Divisione Finale della PGR.

¹⁶³ Vedi capitolo I.3.1.

¹⁶⁴ § § §§ 75 comma 1 e 82 della divisione finale della PGR. in combinato disposto con l'articolo 322 comma 2 PGR.

¹⁶⁵ Articolo 149, paragrafo 3 PGR.

legge sulle società per azioni prevede una disposizione speciale in base alla quale, fino all'emissione di titoli, il rapporto giuridico tra il sottoscrittore e la Società è disciplinato dalla legge degli obblighi. Tali titoli in forma scritturale possono quindi essere ceduti senza bisogno di una forma scritta in un'operazione di impegno o di cessione - mediante cessione per firma.¹⁶⁶ In assenza di un fattore di collegamento reale, tuttavia, non è possibile avanzare pretese in base al diritto di proprietà nei confronti di tali valori mobiliari in forma scritturale. La cosiddetta applicabilità funzionalmente adeguata delle disposizioni del diritto di proprietà ai gettoni tiene conto di questa circostanza nella TVTG.¹⁶⁷ I diritti sul valore non sono pertanto soggetti alla normativa sui titoli.

I titoli che vengono emessi su ordinazione devono essere trasferiti mediante girata. Una convalida ha l'effetto di una dichiarazione di cessione apposta sull'atto. L'avallo è quindi una nota di trasferimento o di

¹⁶⁶ Art 322 cpv. 2 PGR come *lex specialis* all'Art 149 cpv. 3 PGR; cfr. capitolo I.3.1; le disposizioni sui titoli nella sezione finale della PGR hanno la precedenza sulle disposizioni del diritto delle società per azioni (cfr. art. 322 cpv. 2 PGR come *lex specialis* all'Art. 149 cpv. 3 PGR; cfr. capitolo I.3.1; le disposizioni sui titoli nella sezione finale della PGR hanno la precedenza sulle disposizioni del diritto delle società per azioni (cfr. art. 322 cpv. 2 PGR come *lex specialis* all'Art. 149 cpv. 3 PGR). L'introduzione delle disposizioni sui titoli in forma scritturale nel § 81a della divisione finale della PGR, modificata dalla legge federale sulla televisione privata 2019/54, sembra essere una rottura dogmatica con la TVTG, poiché per la prima volta i diritti di proprietà sono regolati dalle disposizioni sui titoli. Tuttavia, questa disposizione non richiede un contratto scritto per trasferire successivamente il diritto di iscrizione al libro.

¹⁶⁷ Cfr. ad es. BuA 2019/54, S 126 o la Sezione 81a (4) della Divisione Finale della PGR modificata da BuA 2019/54.

emissione.¹⁶⁸ Gli strumenti emessi su ordinazione sono a nome di un avente diritto e sono anch'essi emessi su ordinazione, per cui un debitore può effettuare il pagamento alla persona emessa su ordinazione o indicata nella girata con effetto di scarico del debito. Ignorando la differenza tra l'ordine e i titoli nominativi autentici, *Layr/Marxer dichiara che*¹⁶⁹ per il trasferimento di azioni nominative è necessaria un'avallo. A quanto pare non si è tenuto conto del fatto che i titoli registrati costituiscono titoli d'ordine solo in caso di dubbio - ossia nella norma dispositiva, ma non necessariamente - a meno che lo statuto non preveda diversamente. Tuttavia, se le azioni nominative pure o autentiche sono emesse in base allo statuto, non è applicabile il requisito del trasferimento di una girata, che è previsto solo per i documenti d'ordine.¹⁷⁰

- 78 Ai sensi dello statuto sociale è quindi possibile emettere azioni nominative come vere e proprie azioni nominative, le cosiddette "recta shares" o "recta papers", che possono essere assegnate in forma dematerializzata.¹⁷¹ Come già spiegato in precedenza, i titoli sono, a differenza dei titoli in forma scritturale, trasferibili solo mediante contratto scritto e consegna effettiva; i titoli in forma scritturale, invece, possono

¹⁶⁸ § § 75 comma 2 in combinato disposto con il § 76 comma 1 della Divisione Finale della PGR; vedi anche § 94 comma 1 della Divisione Finale della PGR.

¹⁶⁹ *Layr/Marxer*, Natura giuridica e trasferimento di "gettoni" dal punto di vista del Liechtenstein, LJZ 1/19, p. 11 (16).

¹⁷⁰ Art. 327(1) PGR. Cfr. anche l'art. 974 CO per la distinzione tra un titolo registrato e un titolo dell'ordine secondo il diritto svizzero.

¹⁷¹ *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, diritto societario svizzero, §43 N 34 e segg.; cfr. anche BuA 2019/54, pag. 119, sui titoli nominativi autentici.

essere ceduti senza bisogno di un accordo scritto. Di¹⁷² conseguenza, non si pone la questione se i gettoni possano costituire titoli d'ordine e come debba essere effettuata un'avallo in questo caso; piuttosto, in assenza di cartolarizzazione in un atto, tali titoli in forma scritturale non sono titoli e quindi non sono conformi alle disposizioni sui requisiti formali, come un contratto scritto o un'avallo.

L'affermazione contenuta nella relazione e nella mozione sulla TVTG¹⁷³, 79 secondo cui in futuro le azioni nominative potranno essere emesse anche sotto forma di titoli in forma scritturale, è quindi priva di nuovi significativi spunti di riflessione, poiché finora ciò era possibile anche in base al diritto del Liechtenstein. Ciò che è essenziale, tuttavia, è che in futuro le azioni nominative, così come altri diritti di socio o di debito, possano essere emesse come titoli non certificati con la stessa funzione dei titoli. Di conseguenza, la regolamentazione di questi titoli in forma scritturale ai sensi del § 81a della divisione finale della PGR, modificata dal Foglio federale 2019/93 nella sezione sui titoli, ha un senso dogmatico ed è benvenuta. Di conseguenza, il materiale legislativo chiarisce anche che *"in caso di trasferimento di un diritto di scrittura contabile che è considerato uno strumento di ordinazione, l'iscrizione nel registro dei titoli in forma scritturale avrà tutti gli effetti di un'avallo"*.¹⁷⁴ Inoltre, la parità di

¹⁷² Cfr. sulla possibilità di cessione dei diritti di affiliazione o di rivendicazione tenuti nei libri contabili (sotto forma di gettoni) *Layr/Marxer*, natura giuridica e trasferimento dei "gettoni" dal punto di vista del Liechtenstein, LJZ 1/19, p. 11 (16). In caso di rappresentazione tecnica di un diritto di affiliazione o di rivendicazione (diritto di valore o diritto di proprietà) tenuto nel libro in un gettone, il trasferimento legalmente effettivo può essere effettuato mediante il trasferimento del gettone.

¹⁷³ BuA 2019/54, pag. 119.

¹⁷⁴ BuA 2019/54, pag. 119.

trattamento dei titoli e dei diritti con la stessa funzione dei titoli (titoli in forma scritturale che rappresentano crediti, diritti di socio o diritti di proprietà) è da accogliere favorevolmente, poiché ciò significa che le disposizioni del diritto di proprietà, con riferimento al materiale legislativo della TVTG e della PGR modificato dal Foglio federale 2019/54, sono generalmente applicate ai titoli in forma scritturale in modo funzionalmente adeguato. Allo stesso tempo, il risultato per i titoli in forma scritturale secondo la TVTG è rigoroso a causa dello scostamento dal principio di causalità al principio di astensione, poiché il gettone non può essere indicizzato in caso di una transazione di impegno difettosa - questo porta solo a una transazione inversa secondo il diritto di condanna, come sarebbe altrimenti anche nel caso dei crediti.¹⁷⁵ Tuttavia, il destinatario in buona fede di una merce ha sempre la precedenza sul destinatario in buona fede di un documento o di un diritto su una merce.¹⁷⁶ Inoltre, esiste la possibilità di emettere titoli non certificati secondo la PGR, come modificata dal Foglio federale 2019/93, con la stessa funzione dei titoli, che sono ancora soggetti all'ordine civile del principio di causalità.¹⁷⁷

4. Classificazione dei gettoni di diritto civile ai sensi della "Blockchain Act" del Liechtenstein (TVTG)

80 Come già detto in modo sommario all'inizio del capitolo 1, i gettoni non rappresentano oggetti secondo il diritto di proprietà del Liechtenstein; secondo questa interpretazione non esiste una "res digitalis".¹⁷⁸

¹⁷⁵ BuA 2019/54, pag. 203; cfr. anche i capitoli I.3 e I.4.

¹⁷⁶ Art. 504 cpv. 2 RS.

¹⁷⁷ Per maggiori dettagli si veda il seguente capitolo I.4.

¹⁷⁸ Nota: creazione di parole in neolatino per "cosa digitale".

La TVTG, nella versione modificata dalla legge federale sulla radiodiffusione 2019/54, stabilisce che, secondo questa legge, le disposizioni del diritto di proprietà devono essere applicate alle norme di diritto civile in materia di radiodiffusione in modo funzionalmente adeguato, ossia in modo analogo, ma non equivalente.¹⁷⁹ Una cosa non può essere rappresentata direttamente in un token, ma la TVTG stabilisce che il diritto reale di una cosa può essere astratto o estratto e rappresentato in un token - o il diritto reale di rinuncia come conseguenza del pieno diritto di proprietà può essere rappresentato nel token.¹⁸⁰ Questo ha la conseguenza che i gettoni possono essere acquisiti anche in buona fede.¹⁸¹ Tuttavia, quando si acquisisce un gettone in buona fede, che rappresenta un diritto di proprietà - ad es. di un bene - l'art. 504 SR deve comunque essere rispettato, poiché tale gettone corrisponde effettivamente a un documento commerciale; di conseguenza, l'acquirente in buona fede del bene ha la precedenza sull'acquirente in buona fede del gettone.¹⁸²

¹⁷⁹ BuA 2019/54, S 126, 166, da 184 a 186, 197, 202, 203 e 210.

¹⁸⁰ BuA 2019/54, pag. 184.

¹⁸¹ Vedi BuA 2019/54, pag. 210.

¹⁸² Cfr. anche il capitolo I.1.2 sulla distinzione tra uno strumento su merci e uno strumento finanziario; solo attraverso la regolamentazione del deposito o la rappresentazione del diritto a una specifica parte di una merce si può impedire la standardizzazione prudenziale (di un credito su merci; in caso di emissione in massa di tali gettoni) e di conseguenza la qualificazione a fini prudenziali come strumento finanziario (con l'ulteriore presenza di trasferibilità e negoziabilità); cfr. sugli elementi costitutivi dei valori mobiliari come strumenti finanziari Titolo II, capitolo II.2.3; NB: I buoni (elettronici) emessi da un emittente per l'acquisto di beni o servizi non costituiscono di norma valori mobiliari se sono trattati come strumenti di pagamento, il che esclude l'esistenza di uno

82 Inoltre, l'applicazione funzionalmente adeguata delle disposizioni del diritto di proprietà all'ordine di trasferimento dei gettoni comporterebbe, in linea di principio, che un gettone venga reso accessibile per la rivendicazione del diritto di proprietà se l'operazione di impegno dovesse essere difettosa o cessare di esistere per qualsiasi motivo. Tuttavia, l'applicabilità della *Rei Vindicatio* ai titoli in forma di gettoni secondo la TVTG è bloccata dal fatto che il principio di causalità - che prevale nel Liechtenstein - è stato abbandonato per l'ordine di trasmissione dei gettoni secondo la TVTG e il principio di astensione è ora applicato a questo ordine di trasmissione civile dei gettoni secondo la TVTG.¹⁸³

83 A questo proposito, dal materiale giuridico della TVTG si può ricavare quanto segue: *"Il Governo ritiene che sia corretto che il diritto di proprietà del Liechtenstein non riconosca il principio di astrazione, ma che sia le operazioni di obbligo che quelle di disposizione debbano essere giuridicamente efficaci affinché una disposizione possa avvenire sulla base del principio di causalità. Tuttavia, se si segue il principio di causalità, la transazione dovrebbe essere invertita in base al diritto di proprietà (ex tunc) e il token, che è soggetto a un ordine al quale si applica il diritto di proprietà in modo funzionalmente adeguato, potrebbe essere indicizzato, il che sarebbe in contraddizione con i sistemi di TV e, in particolare, con la loro finalità. In base al principio di astrazione, tuttavia, solo un credito di arricchimento può essere rivendicato ex nunc*

strumento finanziario (cfr. art. 3a cpv. 1 n. 42 LBCR e art. 4 cpv. 1 n. 44 MiFID II); Al tempo stesso, tuttavia, tali buoni non rientrano in gran parte nel campo di applicazione della PSD II o della ZDG nel caso standard, poiché si applica l'eccezione di settore delle reti limitate (considerando 14 della PSD II; tuttavia, dall'entrata in vigore della PSD, l'eccezione deve essere notificata all'autorità nazionale di vigilanza e giustificata - articolo 37 PSD II).

¹⁸³ BuA 2019/54, S 197 e 203

*e si è esposti al rischio generale di fallimento. Tuttavia, questo sarebbe anche paragonabile a un trasferimento di una somma di denaro tramite una banca. A causa della mancanza di un diritto di proprietà del denaro, questo non può essere invertito in base al diritto di proprietà, ma piuttosto viene effettuata una transazione inversa in base al diritto di arricchimento; le transazioni non vengono inoltre cancellate o invertite dal sistema bancario di base.*¹⁸⁴

Questo è essenzialmente da avallare. Nel rapporto di consultazione sulla VTG, questa caratteristica distintiva non era ancora così chiaramente delineata e non è ancora dogmaticamente chiara.¹⁸⁵ Se si dovesse

¹⁸⁴ BuA 2019/54, pag. 197.

¹⁸⁵ Cfr. le osservazioni della VnB del governo sulla LPT del 28.08.2018, pag. 57 e seguenti: *"Il rapporto tra l'obbligazione e l'operazione di alienazione può essere regolato in modo tale che l'alienazione non abbia effetto senza un'effettiva operazione sottostante (principio di causalità, si applica ad es. nel diritto svizzero sui beni mobili e immobili e nel diritto austriaco) o che l'alienazione abbia effetto anche senza un'effettiva operazione sottostante (principio di astrazione, che è seguito dal Codice civile tedesco). Il significato pratico dei due sistemi non deve essere sopravvalutato. Se l'operazione sottostante non è valida, gli effetti della disposizione possono non essere definitivi in entrambi i casi. Se si applica il principio di astrazione, la liquidazione viene effettuata secondo i principi del diritto di arricchimento, mentre nel caso del principio di causalità la cessione viene trattata come se non fosse avvenuta. Le differenze tra il principio di causalità e il principio di astrazione sono ulteriormente relativizzate dal fatto che i motivi di invalidità possono coprire sia l'obbligazione che l'operazione di cessione (cosiddetta identità di errore). La differenza è particolarmente importante nel caso del fallimento dell'acquirente, perché in base al principio astratto la parte che cede il patrimonio senza causa ha solo un credito di arricchimento contro la massa fallimentare e quindi sopporta il rischio di insolvenza dell'acquirente. L'immutabilità delle trasmissioni sui sistemi di TV suggerisce che il principio di astrazione dovrebbe essere applicato alle disposizioni di gettoni, vale a dire che dovrebbero essere considerate efficaci anche se un'effettiva transazione di impegno non è stata conclusa (ad esempio a causa di illegalità) o ha successivamente cessato di esistere (ad esempio a causa di contestazione per*

ritenere che l'introduzione del principio di astrazione metterebbe la società in una posizione peggiore in caso di fallimento - in caso di nullità dell'operazione di impegno - poiché sarebbe possibile solo l'inversione dell'operazione secondo la legge dell'arricchimento senza causa e il creditore sarebbe così rinviato alla quota secondo la legge fallimentare, si dovrebbe controbilanciare il fatto che una tale considerazione non sarebbe sufficiente, poiché il principio di causalità permette una rivendicazione solo nel caso di oggetti; d'altra parte, i crediti devono sempre essere invertiti secondo la legge dell'arricchimento senza causa. Ciò non è rilevante solo in relazione ai crediti pecuniari, ma va notato che i gettoni che rappresentano titoli in forma scritturale o titoli in forma scritturale in generale (almeno secondo la situazione giuridica precedente all'entrata in vigore della TVTG) rappresentano solo crediti e dovrebbero quindi essere stornati in base al diritto di arricchimento solo se vi fosse un difetto nella transazione del titolo di proprietà. In realtà, ciò non comporta una posizione peggiore nel fallimento per il principio

errore). Il principio di causalità porterebbe in questo caso a una discrepanza tra la situazione giuridica nominale e le circostanze di fatto documentate nel sistema di TV. Ciò non significa che la disposizione sia definitiva, ma solo che deve essere invertita secondo le regole del diritto di arricchimento da parte dell'acquirente ingiustamente arricchito che ritrasferisce i gettoni all'alienante infondato mediante un nuovo processo di trasferimento (o, se necessario, essere costretto a farlo da una sentenza del tribunale). Contrariamente a questa opinione rappresentata nella VnB sulla VTG e corretta nel Foglio federale di bilancio 2019/54 sulla TVTG, il principio di causalità richiederebbe anche lo scioglimento del principio di causalità secondo il diritto di arricchimento se la transazione di titoli venisse interrotta, a condizione che un gettone non fosse trattato secondo il diritto di proprietà, il che era in linea con la situazione giuridica prima della TVTG.

di astrazione, poiché già secondo il principio di causalità, i crediti possono essere stornati in base alla legge sull'arricchimento solo se l'operazione sottostante cessa di esistere.¹⁸⁶

Per quanto riguarda la rescissione secondo la legge dell'arricchimento senza causa, occorre distinguere se la rescissione avviene ex tunc secondo la legge delle obbligazioni e del diritto di proprietà, o ex tunc secondo la legge delle obbligazioni e ex nunc secondo il diritto di proprietà.¹⁸⁷ Ciò è strettamente correlato alla valutazione di quale *condictio* è effettivamente applicata - *condictio sine causa* ai sensi del¹⁸⁸ § 877 ABGB, *condictio indebiti* ai sensi del §¹⁸⁹ 1431 ABGB, *condictio ob causam finitam* (*condictio causa finita*)¹⁹⁰ o *condictio causa data causa non*

¹⁸⁶ Vedi capitolo I.3 FN 129.

¹⁸⁷ Si tratta dell'obbligo previsto dalla legge delle obbligazioni e della transazione in denaro.

¹⁸⁸ La *condictio sine causa*, come suggerisce il nome, si riferisce al recupero di servizi basati su un contratto che è stato contestato per mancanza di volontà, motivo per cui il contratto deve essere revocato ex tunc in conformità alla legge delle obbligazioni e dei beni (recupero dovuto all'eliminazione della causa/operazione causale). Cfr. *Pletzer in Kletečka/Schauer*, ABGB-ON 1.02, § 877, par. 2. La *condictio sine causa* può competere con la *condictio indebiti*, la *condictio causa data causa non secuta*, l'azione di proprietà e con le richieste di risarcimento danni - cfr. *idem*, par. 24 mwN.

¹⁸⁹ La *condictio indebiti* regola lo storno di un debito a seguito del pagamento di un non debito; un creditore condominiale effettua un pagamento con l'intenzione di adempiere una obbligazione, che però non esiste, con conseguente pagamento privo di fondamento giuridico. Vedi *Lurger in Kletečka/Schauer*, ABGB-ON 1.06, § 1431, Rz 1 f.

¹⁹⁰ La *condictio causa finita* regola il caso della successiva cessazione di una responsabilità, per cui si applica un effetto ex tunc secondo il diritto delle obbligazioni e un effetto ex nunc secondo il diritto di proprietà (ad es. in caso di

secuta¹⁹¹, entrambe disciplinate dal § 1435 ABGB (quest'ultima condanna, tuttavia, è derivata da questa disposizione solo per analogia).

4.1 Diritti di valore secondo TVTG (principio di astrazione) e PGR (principio di causalità)

86 È degno di nota, anche se ciò non è stato oggetto di particolare attenzione nel materiale legislativo, che i titoli in forma scritturale costituiscono diritti con la stessa funzione dei titoli ai sensi della Sezione 81a della Divisione Finale della PGR come modificata dal BuA 2019/54 o dal BuA 2019/93. Oltre alla loro funzione di prova, di liberazione, di legittimazione e di trasporto, i titoli di proprietà intellettuale hanno quindi anche una funzione di protezione del traffico.¹⁹²

87 Ciò è anche esplicitamente standardizzato dal legislatore nel § 81a comma 5 della divisione finale della PGR nella versione modificata dal Foglio federale 2019/93: *"Chiunque acquisisce titoli in forma scritturale o diritti su titoli in forma scritturale in buona fede dalla persona iscritta nel registro dei titoli in forma scritturale è protetto nel suo acquisto, anche se il venditore non era autorizzato a disporre dei titoli in forma scritturale. In cambio di semplici diritti di debito, il diritto dei titoli prevede l'acquisto di titoli*

conversione, riduzione del prezzo o recesso). Vedi *Lurger in Kletečka/Schauer, ABGB-ON 1.06, § 1431, Rz 1 e § 1435, Rz 1 f.*

¹⁹¹ Anche *condictio ob rem* (dati re non secuta) o *condictio ob causam datorum*, che mira all'inversione delle prestazioni che non sono state utilizzate per lo scopo previsto.

¹⁹² Le disposizioni generali del diritto dei valori mobiliari di cui al § 73 e seguenti della divisione finale della PGR devono essere applicate in modo equivalente ai nuovi titoli in forma scritturale; in particolare, il passaggio di proprietà di cui al § 75 leg cit è importante a questo proposito.

o i diritti da essi rappresentati in buona fede in relazione alla funzione di protezione del mercato, poiché il diritto cartolarizzato segue il diritto sulla carta e quindi le regole del diritto di proprietà. I¹⁹³ titoli in forma scritturale ai sensi del § 81a della Divisione finale della PGR nella versione modificata dal Foglio federale 2019/54 hanno tuttavia anche questa funzione "*in caso di titoli in forma scritturale,] la registrazione nel registro dei titoli in forma scritturale sostituisce la proprietà del certificato. L'acquirente che acquista in buona fede dalla persona iscritta nel registro dei titoli in forma scritturale deve essere tutelato nella sua acquisizione, anche se questa persona non è stata autorizzata a disporre dei diritti previsti dal diritto sostanziale*".¹⁹⁴ L'aforisma "il diritto sulla carta segue il diritto sulla carta"¹⁹⁵ si applica quindi, in analogia modifica, anche ai titoli in forma scritturale creati ai sensi del BA 2019/54; il diritto sul libro segue il "diritto sul libro", per cui i titoli in forma scritturale registrano o la registrazione in esso è di natura corrispondentemente reale. Con l'iscrizione di un diritto in un tale registro dei diritti di iscrizione al libro, "*un diritto esistente o un diritto di affiliazione è soggetto alle norme di legittimazione e di trasferimento secondo la legge di valore*". In termini funzionali, l'iscrizione nel registro dei diritti di iscrizione nel libro è l'equivalente del trasferimento del certificato [...].¹⁹⁶ Ciò significa anche che i nuovi titoli in forma scritturale codificati nella PGR sono soggetti alle norme di trasmissione del diritto di proprietà, in quanto si fa riferimento alle norme di trasmissione del diritto di valore. Le regole di trasmissione in base al diritto del valore

¹⁹³ Frick, Die Aktienarten nach liechtensteinischem Aktienrecht, p. 97; cfr. anche il capitolo I.2.3.

¹⁹⁴ BuA 2019/54, S 314

¹⁹⁵ Frick, Die Aktienarten nach liechtensteinischen Aktienrecht, S 97, mwN.

¹⁹⁶ BuA 2019/54, pagina 314.

sono le stesse delle regole di trasmissione in base al diritto dei valori mobiliari, in quanto il materiale giuridico afferma che i titoli in forma scritturale sono diritti con la stessa funzione dei titoli. Pertanto, la funzione di trasporto di tali strumenti finanziari in forma scritturale ai sensi della PGR come modificata dal BuA 2019/54 e dal BuA 2019/93 si applica anche a tali strumenti finanziari in forma scritturale allo stesso modo dei titoli, per cui il trasferimento del diritto dalla carta mediante il trasferimento della carta è sostituito dal trasferimento del diritto dal registro degli strumenti finanziari in forma scritturale mediante il trasferimento del diritto al registro degli strumenti finanziari in forma scritturale - o la registrazione in esso contenuta.

- 88 Stringente in questa argomentazione è il fatto che il registro dei diritti di iscrizione in bilancio non sostituisce i registri delle azioni come il registro delle azioni o il registro delle azioni e che questi devono essere tenuti indipendentemente dalla tenuta di un registro dei diritti di iscrizione in bilancio.¹⁹⁷ Ciò dimostra che il registro dei diritti di registrazione non è un semplice elenco di azioni, ma nel caso di titoli non certificati ha la stessa funzione del certificato ai sensi della legge sui valori mobiliari.
- 89 La dottrina svizzera considera questo punto di vista anche per quanto riguarda i titoli: *"Se nel trasferimento di titoli di debito non cartolarizzati manca una base giuridica paragonabile alla proprietà, ciò è certamente presente nel caso di titoli in forma scritturale sotto forma di iscrizione nel registro dei titoli in forma scritturale che è costitutivo del titolo in forma scritturale [...]."*¹⁹⁸

¹⁹⁷ BuA 2019/54, pagina 313.

¹⁹⁸ Jung, La quota come effetti a Zurigo Commento, art. 622 CO, N 136 ss.

Questo è anche il risultato dei commenti sui punti focali della legge sui valori mobiliari e sul diritto dei valori mobiliari nel disegno di legge per la creazione della TVTG e la modifica di altre leggi. Ad esempio, il governo afferma che i titoli in forma scritturale sono *"diritti non cartolarizzati che sono strutturati in modo tale da svolgere le stesse funzioni di una sicurezza di fede pubblica"*. A questi vengono generalmente assegnate le seguenti funzioni: il semplice trasferimento del diritto mediante il trasferimento dell'atto (eventualmente convalidato) (funzione di trasporto); la legittimazione del referente mediante il possesso dell'atto (funzione di legittimazione) o lo svincolo del debitore in caso di pagamento al (eventualmente il titolare dell'atto (eventualmente legittimato dal diritto dei titoli) (funzione di liberazione); acquisizione in buona fede del diritto secondo i principi del diritto di proprietà (funzione di protezione del traffico); limitazione delle difese a quelle che sono dirette contro la validità dell'atto o che risultano dall'atto (limitazione delle difese) Nel caso dei titoli convenzionali, tutte queste funzioni si basano sulla cartolarizzazione del diritto su un atto o sul possesso di tale atto. Nel caso di titoli in forma scritturale, si rinuncia alla rappresentazione del diritto; al posto dell'atto viene utilizzato un registro. I titoli in forma scritturale [...] possono anche essere acquistati in buona fede dalla persona iscritta nel registro come legittimo proprietario. La funzione di trasporto, la funzione di legittimazione, la funzione di liberazione, la funzione di protezione del traffico e la limitazione delle opposizioni si basano tutte sull'iscrizione nel registro. Ciò significa che un vero e proprio diritto di valore ha tutte le funzioni di una sicurezza (equivalenza funzionale).¹⁹⁹

Ciò che è particolarmente degno di nota di questi progetti sono in effetti tre aspetti interconnessi. In primo luogo, la menzione della funzione di

¹⁹⁹ BuA 2019/54, pag. 110 segg.

trasporto in aggiunta a tutte le altre funzioni dei titoli, in secondo luogo, l'affermazione che un diritto di scrittura contabile ha anche tutte queste funzioni di un titolo (equivalenza delle funzioni e non solo mero uso) e in terzo luogo, l'attenzione sulla proprietà di una persona iscritta nel registro come avente diritto di disporre dei diritti di scrittura contabile. Tutti questi aspetti, individualmente e collettivamente, si basano sul carattere di diritto di proprietà dei nuovi titoli in forma scritturale codificati. Anche se il § 81a della sezione finale del PGR può essere modellato sulla formulazione dell'Art. 973c del chOR, la sostanza di questa disposizione va in una direzione diametralmente opposta. Secondo la²⁰⁰ dottrina svizzera prevalente, il diritto svizzero dei titoli in forma scritturale ai sensi dell'art. 973c del chOR non ha le funzioni di un titolo e non le tratta in termini di diritto di proprietà, poiché, secondo la dogmatica svizzera, non hanno alcuna funzione di trasporto; di conseguenza, l'acquisto di tali titoli in forma scritturale in buona fede non è possibile secondo il diritto svizzero.²⁰¹

- 92 Questa differenza rispetto alla situazione giuridica svizzera in materia di titoli in forma scritturale è stata enfatizzata dal legislatore: *"Questa equivalenza funzionale giustifica l'equivalenza illimitata dei titoli in forma scritturale rispetto ai titoli ai sensi del § 81a SchlT PGR"*.²⁰² Tuttavia, il legislatore del Liechtenstein ha fatto un passo avanti e, con l'introduzione della TVTG e la modifica di altre leggi, non solo ha posto una pietra miliare legale che potrebbe essere potenzialmente equivalente a quella

²⁰⁰ BuA 2019/54, pag. 120.

²⁰¹ Kuhn in CHK - Commento a mano sul diritto privato svizzero, art. 973c CO, N 1b.

²⁰² BuA 2019/54, pag. 111.

della PGR in futuro, ma ha anche preannunciato quella che è probabilmente la più grande rottura nel dogma del diritto civile da quando è nato l'ABGB: *"Nulla dice il § 81a SchlT PGR su quali diritti possano essere rappresentati sotto forma di diritti di valore. In pratica, l'attenzione si concentrerà sui crediti fungibili da un lato e sui diritti di affiliazione a società e imprese dall'altro. In linea di principio, tuttavia, deve essere possibile cartolarizzare tutti i tipi di diritti soggettivi che possono essere oggetto di transazioni legali"*.²⁰³ Ciò significa che in futuro tutti i diritti - siano essi reali o in base al diritto delle obbligazioni - potranno essere cartolarizzati in un registro dei valori mobiliari in forma scritturale e saranno quindi soggetti alle disposizioni del diritto dei valori mobiliari e della legge sui valori mobiliari e quindi alle disposizioni del diritto di proprietà. La più grande novità che il disegno di legge porta con sé in relazione alla Block Chain Law del Liechtenstein, come viene chiamata, non sembra nemmeno trovarsi nella TVTG.

²⁰³ BuA 219/54, pag. 111; la terminologia "cartolarizzazione" sembra alquanto vaga, in quanto rimane aperto se il legislatore considera l'iscrizione di un diritto di registrazione nel registro dei diritti di registrazione come una cartolarizzazione, tanto più che il BuA 2019/54 si riferisce in modo coerente alla rappresentazione o alla rappresentazione dei diritti. Tuttavia, l'uso del termine "cartolarizzare" con riferimento alla natura di diritto di proprietà dei titoli in forma scritturale sembra essere abbastanza conclusivo a causa dell'equivalenza funzionale ai titoli. Cfr. anche BuA 2019/54, pag. 115: *"Nel caso di titoli in forma scritturale, la proprietà del certificato è sostituita dall'iscrizione nel registro dei titoli in forma scritturale"*.

Va notato, tuttavia, che il registro dei diritti di iscrizione al registro deve essere organizzato in modo tale che siano escluse le violazioni non autorizzate dei diritti del creditore da parte del debitore,²⁰⁴ altrimenti non esiste un registro dei diritti di iscrizione al registro, poiché questo avrebbe un enorme potenziale di abuso da parte del debitore. Oltre a tenere il registro dei diritti d'autore su un sistema affidabile nel senso della TVTG (banca dati decentralizzata), è anche concepibile l'esternalizzazione a una terza parte indipendente per soddisfare questi requisiti.²⁰⁵

- 94 Il legislatore stabilisce inoltre che il registro dei diritti d'autore può essere tenuto in qualsiasi forma e non deve necessariamente essere tenuto in forma fisica per rispettare le disposizioni del diritto di proprietà; il registro dei diritti d'autore può invece essere tenuto anche elettronicamente. Inoltre, il registro dei diritti d'autore può essere mantenuto anche su banche dati decentralizzate ai sensi della TVTG.²⁰⁶ Va osservato che la semplice tenuta del registro dei diritti di diffusione dei libri in una banca dati decentralizzata ai sensi della TVTG non comporta ancora l'applicabilità del regolamento di trasmissione per i diritti di diffusione dei libri ai sensi della TVTG nella versione modificata dalla legge federale sulla sorveglianza della radiodiffusione 2019/93; a tal fine, i diritti di diffusione dei libri dovrebbero essere gestiti sotto forma di gettoni su un sistema di TVT.

²⁰⁴ § § 81a (2) della sezione finale della PGR come modificata dal BuA 2019/93 (questo passaggio è stato dimenticato nel BuA 2019/54 a causa di un errore editoriale - cfr. BuA 2019/93, pag. 74).

²⁰⁵ BuA 2019/54, pag. 113.

²⁰⁶ BuA 2019/54, pagina 313.

Tenendo conto della posizione finanziaria e commerciale liberale del Liechtenstein, la nuova regolamentazione dei titoli in forma scritturale ai sensi della TVTG e della PGR, entrambe modificate rispettivamente nel 2019/54 e nel 2019/93, consente la massima disponibilità. Oltre all'emissione di titoli, in futuro gli operatori commerciali potranno scegliere se emettere titoli non certificati ai sensi della TVTG, ai quali si applicano in modo funzionalmente adeguato le disposizioni del diritto di proprietà, per cui si applica il principio di astrazione, o se emettere titoli non certificati ai sensi del nuovo § 81a della divisione finale della PGR, ai quali si applicano in modo funzionalmente equivalente le disposizioni del diritto di proprietà, rimanendo al tempo stesso nell'ambito del consueto regime di diritto civile del principio di causalità. Tali titoli in forma scritturale ai sensi della PGR, come modificata dal Foglio federale 2019/93, possono essere rivendicati anche in base al diritto di proprietà in caso di interruzione di un'operazione di titolo di proprietà.²⁰⁷ Questa sembra essere una rivoluzione nascosta del diritto dei titoli e del regime dei diritti di proprietà intellettuale con l'introduzione della TVTG, che deve essere collocata al di fuori della TVTG, soprattutto perché sembra che questa circostanza essenziale non sia stata quasi considerata nel processo legislativo. Inoltre, dal punto di vista economico, tali diritti di scrittura possono essere più interessanti dei diritti di scrittura simbolici ai sensi della TVTG ai sensi dell'art. 81a della Divisione finale della PGR nella versione modificata dal Foglio federale 2019/93, in quanto non sono applicabili i requisiti patrimoniali minimi ai sensi

²⁰⁷ Ciò nonostante manchi fondamentalmente un elemento di corporeità; tuttavia, tale elemento viene assunto tramite il registro dei diritti di iscrizione nel libro o l'iscrizione costitutiva nello stesso, il che comporta un trattamento di diritto di proprietà.

dell'art. 16 della TVTG nella versione modificata dal Foglio federale 2019/93.

- 96 Pertanto, se una transazione obbligatoria effettiva non ha luogo o se una tale transazione cessa successivamente di esistere, i titoli in forma scritturale gettonati ai sensi della TVTG devono essere invertiti in base al diritto di arricchimento sulla base del principio di astrazione, mentre i titoli in forma scritturale possono essere indicizzati ai sensi della PGR come modificata dal Foglio federale di diritto civile 2019/93 sulla base del principio di causalità.²⁰⁸
- 97 Per poter comprendere questi aspetti nel dettaglio, seguirà una generale digressione sul principio di causalità e di astrazione e sul relativo conflitto paradigmatico nei sistemi di diritto civile dell'Europa (centrale) - *"Il contratto in rem e il rapporto con la causa è un problema dogmatico tanto vecchio quanto centrale. Tuttavia, numerose domande sono ancora senza risposta"*.²⁰⁹
- 98 Sia il principio di causalità che quello di astrazione regolano il rapporto tra l'operazione di impegno²¹⁰ e l'operazione di cessione - tra titolo e modalità. L'acquisizione della proprietà è molto diversa nei paesi di lingua tedesca. Secondo il principio del consenso, il diritto tedesco si basa su un contratto astratto di trasferimento della proprietà che consiste in un consenso di volontà e in un trasferimento effettivo. Il diritto austriaco, svizzero e del Liechtenstein, invece, secondo il principio di causalità, si basa su un'effettiva transazione causale, anche se il contratto

²⁰⁸ Vedi anche il capitolo I.2.5.

²⁰⁹ *Honsell*, tradizione e cessione - causale o astratta?, in *FS Wiegand*, p. 349

²¹⁰ Anche l'operazione di titolo, l'operazione sottostante, l'operazione causale o la causa.

in rem è qui indiscusso.²¹¹ *“Questa varietà confusa è nata dal dominio duplex del diritto romano. Da un lato la manzipazione astratta o in iure cessio, che si distacca dal terreno giuridico, e dall’altro la traditio ex iusta causa.*²¹² Il diritto romano conosceva quindi sia un’operazione astratta di cessione sia un trasferimento basato su un titolo legalmente valido.²¹³ *“Tutte e quattro le possibilità sono state sviluppate a partire da questi elementi: il contratto a distanza astratto (diritto tedesco), il contratto a distanza causale (Austria), la dispensazione del contratto a distanza e il trasferimento (Francia, Italia), la dispensazione non del trasferimento ma del contratto a distanza (secondo l’opinione di minoranza in Svizzera).*²¹⁴ Il principio del consenso segue la massima secondo cui la proprietà è solo un pensiero, per questo deve essere trasferibile per consenso e non è necessaria alcuna tradizione, seguendo il principio della pubblicità. *Savigny ha combinato il principio della tradizione e il principio del consenso in un terzo principio - il contratto in rem - secondo il quale è richiesto un trasferimento di proprietà, ma questo è formulato come un contratto in rem - a differenza della traditio romana, che rappresentava solo un fatto.*²¹⁵

Mentre nelle giurisdizioni di lingua tedesca esiste un consenso sulla natura contrattuale del trasferimento dei rischi, i punti di vista divergono 99

²¹¹ *Honsell*, tradizione e cessione - causale o astratta?, in *FS Wiegand*, S 349 (p. 350 s).

²¹² *Honsell*, tradizione e cessione - causale o astratta?, in *FS Wiegand*, p. 349 (p. 351).

²¹³ *Ibidem*.

²¹⁴ *Ibidem*.

²¹⁵ *Honsell*, tradizione e cessione - causale o astratta?, in *FS Wiegand*, S 349 (S 351 f mwN).

per quanto riguarda la dipendenza dal terreno giuridico. Di conseguenza, il principio di astrazione è caratterizzato dal fatto che un acquirente acquisisce la proprietà indipendentemente dal fatto che vi sia o meno un'operazione obbligatoria legalmente efficace.²¹⁶ I vantaggi del principio di astrazione sono *"la protezione del traffico e la libertà di progettazione, nonché la flessibilità giuridica e la chiarezza concettuale-sistemica"*.²¹⁷ Per contro, nel caso del principio di causalità, le operazioni di disposizione e le obbligazioni sono accessorie (tradizione causale).²¹⁸ Se l'operazione di impegno cessa di esistere, può essere indicata la proprietà - almeno di una voce -. Il principio di astrazione contribuisce quindi alla protezione del traffico e anche alla chiarezza concettuale e giuridica, poiché distingue più chiaramente tra diritto di proprietà e diritto degli obblighi rispetto al principio di causalità. La conseguenza di basare il principio di causalità sul negozio giuridico è che, a seconda del rapporto di debito, il negozio viene indicato o conferito, e sorgono anche delle costellazioni in cui il venditore può indicare il valore di un

²¹⁶ Idem, pag. 353.

²¹⁷ *Honsell, Tradition and Cession - causal or abstract?*, in FS *Wiegand*, S 349, S 353, con riferimento a *Stadler, Gestaltungsfreiheit und Verkehrsschutz durch Abstraktion*, S 728 ss.

²¹⁸ Anche se il termine "accessorietà" viene utilizzato, in linea di principio, solo in relazione all'esistenza di un credito e alla costituzione di una garanzia per esso; di norma, la garanzia esiste solo nella misura in cui il credito esiste ancora, ossia è accessorio al credito. A differenza di quanto avviene in Austria, tuttavia, nel caso di un trasferimento di proprietà a titolo di garanzia non è necessario un vero e proprio trasferimento di proprietà di un titolo come atto di pubblicità, ma è sufficiente un trasferimento fittizio tramite un istituto di possesso, a condizione che ciò sia stato concordato nell'accordo di garanzia. Cfr. *Opilio, Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht*, volume I, S 406, Rz 4 (art. 187 in combinato disposto con l'art. 503 RS).

oggetto, mentre l'acquirente può solo richiedere il prezzo di acquisto pagato in base alla legge sulla concessione.²¹⁹

Honsell ritiene che l'inversione dei contratti in base al diritto di proprietà sia di natura inadatta, poiché a seconda della transazione sottostante, in un caso si applica il diritto assoluto di proprietà con effetto erga omnes e in un altro caso solo il relativo diritto di rivendicazione inter partes e sostiene un sistema uniforme per l'inversione.²²⁰ Non si può quindi presumere che l'introduzione del principio di astrazione per la cessione di gettoni secondo la TVTG porterebbe a una situazione peggiore, ad esempio in caso di fallimento, rispetto al principio di causalità altrimenti applicabile. A differenza di un titolo o di un altro diritto reale, un credito o un diritto di valore può essere conferito solo tramite un deposito. La TVTG dichiara che il diritto di proprietà viene applicato in modo funzionalmente adeguato, il che renderebbe possibile l'indicazione dei gettoni. Tuttavia, ciò è impedito dall'introduzione del principio di astrazione, in quanto l'operazione di smaltimento rimane astratta e senza causa e un'inversione di tendenza può essere effettuata solo in conformità alla legge di arricchimento.²²¹ La situazione è diversa per i nuovi titoli in forma scritturale introdotti nel § 81a della divisione finale della PGR, modificata dal Foglio federale 2019/93, che

²¹⁹ *Honsell*, tradizione e cessione - causale o astratta?, in FS *Wiegand*, S 349 (p 354 f).

²²⁰ *Honsell*, Tradition und Zession - kausal oder abstrakt?, in FS *Wiegand*, S 349 (S 357); cfr. anche idem, S 360 e segg., riguardante i risultati della teoria delle due condanne, nonché ulteriori differenze tra trasferimento di proprietà causale e astratto (soprattutto nella catena di vendita, fallimento e riacquisizione dal soggetto non autorizzato).

²²¹ Cfr. BuA 2019/54, pag. 203.

hanno la stessa funzione dei titoli. Anche questi devono quindi essere trattati secondo il diritto immobiliare e possono essere successivamente indicizzati, poiché il principio di causalità continua ad essere applicato nel Liechtenstein anche al di fuori della TVTG.

101 Infine, e solo per motivi di completezza e di buon ordine, va osservato che la TVTG è in linea di principio da prendere in considerazione solo se è applicabile il diritto del Liechtenstein. Ciò avviene se un fornitore di servizi di TVTG con sede nel Liechtenstein genera e vende o emette gettoni o se le parti dichiarano validamente applicabile la TVTG o il diritto sostanziale del Liechtenstein; la TVTG come modificata dal BuA 2019/54 o anche il BuA 2019/93 fa riferimento a questa possibilità nel suo art. 3 cpv. 2. Si noti inoltre che una moneta o un gettone possono essere generati e venduti o emessi anche sulla base di una banca dati centrale invece di una banca dati decentralizzata (tecnologia basata su DLT o catena a blocchi o tecnologia affidabile nel senso della TVTG) - in questo caso, il campo di applicazione della TVTG non è aperto fin dall'inizio, in quanto l'art. 2 comma 1 lit. c TVTG prevede obbligatoriamente che un gettone sia un'informazione su un sistema di TVT. Il carattere centrale di un sistema VT è quindi la decentralizzazione, come ad esempio la tecnologia a catena di blocchi.

4.2 Conclusione Principio di astrazione e di causalità dopo l'introduzione della TVTG

102 Il BuA 2019/93 introduce i diritti di valore secondo TVTG (diritti di valore rappresentati da un token su un sistema VT) e i diritti di valore secondo PGR. Il trasferimento di titoli in forma scritturale ai sensi del § 81a della Divisione Finale della PGR nella versione modificata 2019/93

segue le regole di trasferimento dei titoli. Il materiale legislativo afferma esplicitamente che i titoli in forma scritturale ai sensi della PGR, come modificata dal Foglio federale 2019/93, sono diritti con la stessa funzione dei titoli. Pertanto, la funzione di trasporto vale anche per questi titoli in forma scritturale. Invece del trasferimento del diritto dal titolo mediante la consegna del titolo, il trasferimento del diritto dal registro dei diritti di iscrizione nel registro dei diritti di iscrizione nel libro - cioè mediante registrazione - avviene mediante il trasferimento del diritto nel registro dei diritti di iscrizione nel libro.

Il registro dei titoli in forma scritturale ai sensi della PGR come modificato dalla BuA 2019/93 non deve essere considerato come un elenco di azioni e deve essere tenuto indipendentemente da tali elenchi. L'iscrizione di un diritto nel registro dei titoli in forma scritturale ha effetto costitutivo e, per quanto riguarda i titoli in forma scritturale, svolge la stessa funzione del certificato per i titoli. Un diritto di scrittura contabile reale ha un'equivalenza funzionale ai titoli; ciò significa che un diritto di scrittura contabile secondo la PGR modificata dal 2019/93 ha tutte le funzioni di un titolo. Tali diritti sui titoli in forma scritturale, come i titoli, hanno anche una funzione di trasporto, di legittimazione e di liberazione, di protezione del traffico e di limitazione delle obiezioni. 103

Queste funzioni si basano sul carattere di diritto di proprietà dei titoli in forma scritturale ai sensi del § 81a della divisione finale della PGR, modificata dal Foglio federale 2019/93. Sebbene la formulazione della disposizione si basi sull'art. 973c del Codice delle obbligazioni svizzero, la disposizione si spinge molto più in là in termini di contenuto, poiché la disposizione svizzera rifiuta il trasferimento delle funzioni di un titolo a titoli non certificati; in Svizzera, la funzione di trasporto è negata 104

in relazione ai titoli non certificati e, di conseguenza, anche l'acquisizione della buona fede.

105 Con il § 81a della divisione finale della PGR nella versione modificata nel 2019/93, il legislatore del Liechtenstein ha tuttavia preannunciato una delle maggiori rotture nella dogmatica del diritto civile e, a rischio di essere ripetitiva, la seguente citazione è tuttavia così centrale da dover essere sottolineata ancora una volta: *"Nulla dice il § 81a SchlT PGR su quali diritti possano essere rappresentati sotto forma di titoli in forma scritturale. In pratica, l'attenzione si concentrerà sui crediti fungibili da un lato e sui diritti di affiliazione a società e imprese dall'altro. In linea di principio, tuttavia, deve essere possibile cartolarizzare tutti i tipi di diritti soggettivi che possono essere oggetto di transazioni legali"*.²²²

106 Di conseguenza, in base a questo regime, tutti i diritti possono essere registrati o cartolarizzati in un registro dei titoli in forma scritturale e quindi essere soggetti alle norme di trasferimento previste dalla legge sui valori mobiliari. Di conseguenza, tali titoli in forma scritturale sono trattati come diritti di proprietà. Si noti che le disposizioni sostanziali del regime dei titoli si applicano in modo funzionalmente equivalente ai titoli in forma scritturale ai sensi della PGR come modificata nel 2019/93 e non solo in modo funzionalmente adeguato, come nel caso dei titoli in forma scritturale (gettonati) ai sensi della TVTG come modificata nel 2019/93. La più grande rivoluzione in termini legali, che risulta dalla bozza della TVTG e dalla modifica di altre leggi, non sembra nemmeno trovarsi nella TVTG, ma nella PGR. Ciò è tanto più vero in quanto il principio di causalità continua ad applicarsi ai titoli in forma

²²² BuA 219/54, pagina 111.

scritturale ai sensi della PGR nella versione modificata dal Foglio federale 2019/93, mentre il principio di astrazione si applica ai titoli in forma scritturale ai sensi della TVTG.

I diritti di valore sotto PGR possono quindi essere indicizzati in base alla nuova situazione giuridica, mentre i diritti di valore sotto TVTG possono essere conferiti solo in base al principio di astrazione. Le aziende possono quindi scegliere, se adeguatamente strutturate, se vogliono essere soggette al regime della TVTG, a cui si applicano in modo funzionalmente adeguato le norme sui diritti di proprietà, o al regime della PGR come modificata nel 2019/93, a cui si applicano in modo funzionalmente equivalente le norme sui diritti di proprietà. La PGR continuerà ad essere soggetta al principio di causalità, mentre la TVTG sarà soggetta al principio di astrazione. 107

Tuttavia, si deve tener conto del fatto che un registro dei diritti di iscrizione al libro deve essere organizzato in modo tale che non si verifichino interferenze ingiustificate da parte del debitore con i diritti del creditore. Se ciò non può essere garantito, non esiste nemmeno un registro dei diritti di iscrizione al libro, poiché altrimenti si potrebbe verificare un potenziale di abuso gravemente svantaggioso nei locali del debitore. Il registro dei diritti d'autore può essere tenuto anche elettronicamente e non deve essere organizzato fisicamente per essere soggetto alle disposizioni del diritto di proprietà. Il registro dei diritti d'autore può essere tenuto anche in modo decentrato, tanto più che le tecnologie decentralizzate o affidabili, come definite dalla TVTG, sono le più adatte per la tenuta del registro dei diritti d'autore e possono anche prevenire il suddetto potenziale di abuso. È importante notare che 108

la gestione del registro dei diritti di scrittura non significa necessariamente che i diritti di scrittura debbano essere emessi anche sotto forma di gettoni, che a loro volta li renderebbero soggetti alla TVTG.

- 109 In definitiva, non si può sostenere che l'introduzione del principio di astrazione per la trasmissione di gettoni in conformità con la TVTG porterebbe a una posizione peggiore, ad esempio in caso di fallimento, rispetto al principio di causalità altrimenti applicabile. Prima dell'attuazione della TVTG o della PGR, come modificata dalla legge federale sulla sorveglianza della sicurezza privata del 2019/93 (BuA 2019/93), poteva essere conferito solo un diritto di rivendicazione o di registrazione di libri.
- 110 Spiegando l'applicazione funzionalmente adeguata delle disposizioni del diritto di proprietà ai gettoni della TVTG, sarebbe possibile per la prima volta indicare i gettoni quando l'attività di titolo di proprietà viene interrotta. Allo stesso tempo, questo viene impedito ancora una volta con riferimento alla finalità di una catena a blocchi introducendo il principio di astrazione per le norme di trasmissione secondo la TVTG. Anche se la causa viene eliminata, lo smaltimento dei gettoni rimane astratto secondo la TVTG e può solo portare ad un'inversione della transazione secondo la legge sull'arricchimento. Ciò è diverso, come già spiegato, per i nuovi titoli non certificati introdotti nel § 81a della divisione finale della PGR nella versione modificata dal Foglio federale 2019/93, che hanno la stessa funzione dei titoli, con la conseguenza che se l'operazione sui titoli cessa di esistere, la modalità non è più applicabile e, inoltre, a causa dell'attuale natura del diritto di proprietà dei titoli non certificati, essi possono essere richiesti anche mediante una rivendicazione ai sensi della PGR nella versione modificata dal Foglio federale 2019/93.

5. Tokenizzazione negli investimenti individuali e collettivi di capitale

111 In questo capitolo verrà esaminato il complesso delle questioni relative alle società veicolo di cartolarizzazione (SPV), distinte dagli investimenti collettivi di capitale. Dal punto di vista del diritto societario, l'attenzione si concentra sulla società anonima come SPV e sulla società anonima a capitale variabile (AGmVK) come società d'investimento di un fondo ai sensi dell'Art. 361 PGR.²²³ In relazione alla catena di blocco o alla gettoniera, si discuterà della possibilità tecnica di gettoniera di portafogli contenenti diversi strumenti finanziari (gestione di portafogli su base individuale del cliente nel senso di un servizio di investimento) e delle relative conseguenze giuridiche, che sono particolarmente di natura prudenziale. Come domanda speciale, una società per azioni sotto forma di entità segmentata (Protected Cell Company; PCC)

²²³ Un FIA del Liechtenstein può essere costituito contrattualmente (fondo d'investimento), tramite un trust (fondo d'investimento collettivo), sotto forma di statuto (società d'investimento) o sotto forma di società di persone (società in accomandita semplice d'investimento o società in accomandita semplice d'investimento) (Art. 6 comma 1 AIFMG). La Società d'investimento può essere organizzata in forma di società per azioni, AGmVK, Societas Europaea (SE), oppure in forma di fondazione (art. 9 cpv. 1 AIFMG). Cfr. anche l'art. 4 e l'art. 7 OICVM, secondo cui un OICVM non può essere costituito come società di persone. Per la distinzione dalle imprese di investimento ai sensi della IUA 2015, si veda il titolo II. Capo II.2.3.4 In relazione agli stabilimenti del Liechtenstein, non è chiaro - in modo abbastanza generale e separato dalla questione dei fondi - se le disposizioni del diritto dell'Unione che si applicano alle società per azioni (ad esempio, le restrizioni sull'acquisto di azioni proprie) si applichino, poiché non è ancora chiaro se il riferimento nell'Art. 551 PGR sia un puro riferimento alle conseguenze legali o un riferimento materiale a una norma (un riferimento a una base giuridica); solo in quest'ultimo caso gli atti dell'Unione sarebbero rilevanti anche per uno stabilimento del Liechtenstein.

ai sensi dell'Art. 243 PGR, che emette azioni di segmento o altri strumenti a livello di segmenti, sarà esaminata in relazione al regolamento del fondo.

5.1 Problemi di delimitazione degli investimenti collettivi di capitale (strutture dei fondi)

La gestione di portafoglio costituisce un servizio di investimento ai 112
sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, n. 8 della MiFID II in combinato disposto con l'allegato I, sezione A, n. 4, della MiFID II ed è stata trasformata nel diritto nazionale del Liechtenstein nell'allegato 2, sezione A, paragrafo 1, n. 4, della legge bancaria. Per definizione legale, la gestione di un portafoglio è definita come la gestione di un portafoglio su base individuale con poteri discrezionali nell'ambito di un mandato o di una procura di un cliente, per cui il portafoglio deve contenere uno o più strumenti finanziari. In altre parole, la gestione discrezionale di strumenti finanziari per conto di un singolo cliente. Per gestione si intende il monitoraggio costante e l'investimento secondo le direttive di investimento per un certo periodo di tempo. Se la gestione discrezionale del portafoglio basata su clienti individuali viene attuata a livello collettivo, essa è soggetta alla regolamentazione del fondo. La gestione individuale discrezionale del portafoglio si distingue quindi dalla gestione collettiva del portafoglio o dal regime del fondo, che si basa anch'esso su un margine di discrezionalità nella strategia d'investimento e, di conseguenza, nell'asset allocation.²²⁴

²²⁴ *Seggermann in Brandl/Saria, WAG, 2a edizione, § 1, nota a margine 26; i cosiddetti fondi a investitore unico non esistono nell'ambito di questo regime, in base al quale un fondo è riservato alla creazione e all'emissione di una propria classe di azioni di un comparto, che è designato per un solo investitore.*

113 Se, d'altro canto, non vi è alcuna discrezionalità, allora - per i singoli clienti - a seconda della specifica esecuzione, sarà fornito il servizio di investimento di esecuzione degli ordini (in relazione agli Strumenti Finanziari) per conto dei clienti o la ricezione e la trasmissione degli ordini in relazione agli Strumenti Finanziari. In un'²²⁵ulteriore distinzione, l'investimento dei fondi raccolti - a livello collettivo - senza discrezione in obiettivi d'investimento predefiniti si baserà regolarmente su una pura strategia aziendale e non sulla strategia d'investimento di una società veicolo di cartolarizzazione.²²⁶ Si possono quindi distinguere quattro casi, a seconda che si tratti di un investimento individuale o collettivo e che sia discrezionale o non discrezionale.

114 Se il diritto di emettere strumenti finanziari in un portafoglio basato sulla gestione patrimoniale discrezionale, ossia il portafoglio stesso, è rappresentato in un gettone, tale gettone rappresenta di per sé uno strumento finanziario, ossia un certificato nel senso di una ricevuta di deposito per valori mobiliari, ai sensi dell'allegato 2 sezione C n. 1 della legge bancaria.²²⁷

²²⁵ Allegato I, sezione A, nn. 1 e 2, della MiFID II e allegato 2, sezione A, punto 1, numeri 1 e 2, della legge bancaria.

²²⁶ Si veda il capitolo I.5.2 per i dettagli della distinzione.

²²⁷ Cfr. per quanto riguarda le ricevute di deposito il titolo II, capo II.2.3.2 le ricevute di deposito sono anche chiamate ricevute di deposito, poiché la custodia e l'amministrazione degli strumenti finanziari è effettuata dall'attività di deposito riservata alle banche. Un gestore patrimoniale gestisce quindi il portafoglio detenuto presso una banca per il cliente. L'attività di custodia è disciplinata dall'art. 3 cpv. 3 lett. c LBN. L'attività di custodia è definita come la custodia e/o l'amministrazione di valori mobiliari per conto terzi. La custodia è finalizzata alla presa in custodia, mentre la gestione è finalizzata all'esercizio dei diritti derivanti dai valori mobiliari (ad es. l'esercizio del diritto di voto con

Come spiegato, la gestione del portafoglio richiede un'unica base di clienti. Se da un lato è tecnicamente possibile tokenizzare un tale portafoglio di strumenti finanziari e distribuirlo a più persone, dall'altro è necessario considerare se questo esca già dal campo della gestione individuale del portafoglio e costituisca un investimento collettivo. Ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, lettera b della direttiva sui fondi di investimento alternativi,²²⁸ un gestore di fondi di investimento alternativi è definito come una persona giuridica la cui attività commerciale è la gestione di un fondo di investimento alternativo. Si²²⁹ noti che secondo l'art. 6 cpv. 5 lit. un gestore di fondi di investimento alternativi non può essere autorizzato a fornire esclusivamente i servizi menzionati al cpv. 4 leg cit (gestione individuale del portafoglio e servizi accessori). Inoltre, ai sensi dell'art. 6 cpv. 5 lett. d della direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi, il gestore di fondi di investimento alternativi fornisce i servizi elencati nell'allegato I n. 1 lett. a e b della direttiva sui fondi di investimento alternativi. Si tratta delle funzioni di

la relativa autorizzazione) - cfr. BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, del 06.01.2009, modificata da ultimo il 17.02.2014, P 1. e 1. b) e *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2a edizione, § 1, Rz 43 f.

²²⁸ Direttiva 2011/61/UE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>.

²²⁹ Art 4 comma 1 lit. a GEFIA; secondo l'art. 4 comma 1 lit. a GEFIA, un FIA è definito come un organismo d'investimento collettivo di capitale, compresi i suoi comparti, che raccoglie capitale da una serie di investitori per investirlo secondo una strategia d'investimento definita a beneficio di tali investitori e che non è né un OICVM ai sensi della OICITSD, 2009/65/CE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj> né un organismo d'investimento ai sensi della IUA 2015 (cfr. art. 4 comma 1 lit. 1 GEFIA e titolo II, capo II.2.3.4).

gestione degli investimenti della gestione del portafoglio e della gestione del rischio.²³⁰

- 116 Il considerando 20 della direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi chiarisce che per gestione di portafoglio ai sensi della direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi si intende la gestione congiunta o collettiva di portafogli e non la gestione individuale di portafogli ai sensi della MiFID II. L'essenza della gestione individuale del portafoglio è quindi caratterizzata dal trasferimento dell'amministrazione o del regolamento e della negoziazione di strumenti finanziari a un gestore patrimoniale, mentre allo stesso tempo il cliente rinuncia al suo potere di disposizione.²³¹ *"Se però il cliente dovesse rinunciare a tutti i poteri di disposizione, ossia al suo diritto di impartire istruzioni al suo partner commerciale (cioè alla gestione da parte di terzi), il partner commerciale avrebbe così più di un semplice potere di disposizione sul portafoglio gestito per il cliente (cioè l'investimento) [...]"*, ciò²³² costituirebbe un elemento importante del regime del fondo.

117

²³⁰ Va notato che la gestione dei fondi di investimento alternativi ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, lettera w), della direttiva sui fondi di investimento alternativi è già fornita se viene fornita solo una di queste funzioni. Si veda il Discussion Paper 2012/117 dell'ESMA, Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.02.2012, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-117.pdf> par. 4 e segg.

²³¹ *Seggermann a Brandl/Saria*, WAG 2018, 2a edizione, sezione 1 n. 3 lit d WAG, margine n. 26.

²³² *Seggermann a Brandl/Saria*, WAG 2018, 2a edizione, sezione 1 n. 3 lit d WAG, margine n. 26.

Di conseguenza, la messa in comune di capitali per l'investimento di un portafoglio di strumenti finanziari e la partecipazione (indiretta) tramite un'impresa, mediante l'emissione di gettoni di partecipazione all'impresa, darebbe luogo a una gestione collettiva del portafoglio e quindi a un investimento comune ai sensi del regolamento del fondo. In linea di principio, tuttavia, sembra anche possibile gettar via un portafoglio investito di strumenti finanziari in una ricevuta di deposito e poi emetterlo. Si noti, tuttavia, che un portafoglio di questo tipo per il quale è stata emessa una ricevuta di deposito o una ricevuta di deposito non può essere gestito, poiché altrimenti costituirebbe di nuovo un investimento individuale o collettivo.²³³

5.2 Azioni gettonate in SPV e quote di fondi

118

²³³ Cfr. anche i commenti di BaFin in merito alla definizione di fondo di investimento alternativo, secondo cui un investimento deve essere effettuato a beneficio degli investitori, BaFin, Lettera interpretativa sull'ambito di applicazione del KAGB e sul termine "fondo di investimento", 14.06.2013, modificata da ultimo il 09.03.2015, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invvermoegen.html Capitolo I, P 6: *"Questioni a beneficio degli investitori". ad es. una banca emette un'obbligazione sotto forma di certificato la cui performance è legata a diversi titoli come sottostante o a un indice da essa stessa creato, non vi è alcun investimento a beneficio degli investitori se la banca è libera di utilizzare il denaro degli investitori e non promette all'investitore di investire il denaro degli investitori nel patrimonio sottostante il [sic!] In questo caso, la Banca si limita a perseguire le proprie finalità di lucro. Un investimento a beneficio degli investitori è anche generalmente improbabile se la Banca investe una parte dei fondi ricevuti tramite i Certificati nel Portafoglio di Riferimento o li mappa tramite uno swap con una terza parte, se l'investimento o la mappatura tramite lo swap è effettuato al solo scopo di coprire il proprio rischio di perdita nei confronti del titolare del Certificato.*

Va notato che, secondo il regime degli OICVM, un fondo può investire solo in attività finanziarie liquide, motivo per cui i cosiddetti fondi crypto, ossia fondi denominati in valute criptate che non rappresentano strumenti finanziari liquidi, possono essere costituiti solo come fondi di investimento alternativi.²³⁴ Nel seguito, pertanto, questo capitolo farà riferimento in particolare al regime dei fondi di investimento alternativi.

- 119 Come spiegato in precedenza, un fondo di investimento alternativo è, come definito dalla legge, qualsiasi organismo di investimento collettivo che riunisce il capitale degli investitori e di conseguenza lo investe secondo una strategia di investimento definita a beneficio degli investitori e, inoltre, non è né un OICVM ai sensi dell'OICVMG né un organismo di investimento ai sensi della IUG 2015.²³⁵ Il concetto di capitale deve essere interpretato in modo estensivo e comprende tutti i tipi di beni, come i diritti di appartenenza, i crediti e i diritti di proprietà: *"I beni possono includere, ad esempio, beni tradizionali (capitale proprio, legati al capitale, debito, ecc.), private equity, immobili e altre classi di beni non tradizionali come navi, foreste, vino, ecc. e qualsiasi combinazione di questi"*²³⁶. Il concetto di capitale, da interpretare in senso lato secondo l'AIFMG, comprende quindi anche la merce. Pertanto, un fondo di investimento alternativo non è limitato né nell'allocazione del patrimonio né nella raccolta di attività. Un FIA può investire non solo in gettoni che rappresentano strumenti finanziari, ma anche in altri gettoni (in gran parte

²³⁴ Cfr. titolo II, capitolo II.2.3.4.

²³⁵ Art. 4 cpv. 1 riga 1 AIFMG o art. 4 cpv. 1 lit a AIFMD; cfr. anche *Tollmann in Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, Direttiva AIFM, art. 2, Rz 36 e segg.

²³⁶ ESMA Discussion Paper 2012/117, Key Concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.02.2012, Rz 12.

non regolamentati) come Bitcoin o Ether, che rappresentano valute virtuali e sono trattati in modo simile alla merce.²³⁷ La raccolta di beni come ETH, BTC o gettoni simili realizza anche il concetto di capitale secondo l'AIFMG.

Inoltre, il fatto che un certo numero di investitori sia accettato si presuppone già se più di un investitore è accettato. Non c'è un grande ostacolo da superare con questo criterio ed è sufficiente che vi sia la possibilità che più investitori partecipino all'impresa; non è necessario che più investitori partecipino effettivamente. Se²³⁸ un singolo investitore rappresenta più investitori, ciò è sufficiente anche per soddisfare il requisito di un certo numero di investitori.²³⁹ 120

Anche il concetto di organismo deve essere interpretato nello stesso senso ampio. Un'impresa è un veicolo *"in cui il capitale esterno raccolto dagli investitori viene messo in comune"*. Per il concetto di impresa è quindi indispensabile che venga costituito un patrimonio comune giuridicamente o economicamente indipendente.²⁴⁰ Di conseguenza, non è necessario che un organismo sia organizzato in una forma giuridica specifica. Di conseguenza, i fondi possono essere trasferiti anche sotto forma di contratto, 121

²³⁷ Cfr. anche *Bont*, Kryptowährungen - und was macht die Regulatoren?, 26.10.2017, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-digital-banking-liechtenstein.pdf> p. 13; tali gettoni sono chiamati anche "Gettoni di utilità".

²³⁸ BaFin, Lettera interpretativa sull'ambito di applicazione del KAGB e del concetto di "Fondo d'investimento", 14.06.2013, modificata da ultimo il 09.03.2015, capitolo I, pag. 4.

²³⁹ ESMA/2012/117, Rz 29; questo è da presumere, ad esempio, per fondi master/feeder o fondi di fondi.

²⁴⁰ BaFin, Lettera interpretativa sull'ambito di applicazione del KAGB e del concetto di "Fondo d'investimento", 14.06.2013, modificata da ultimo il 09.03.2015, Capitolo I, P 1.

di trust, di statuto o di partnership.²⁴¹ In questo contesto, anche il modo in cui un investitore partecipa al patrimonio è irrilevante e può essere basato su rapporti di diritto societario o su accordi secondo la legge degli obblighi.²⁴² La messa in comune di capitale in un'impresa deve perseguire l'obiettivo di generare un rendimento per gli investitori, ossia un investimento comune. Un organismo di investimento collettivo è caratterizzato dal fatto che il rischio di profitti e perdite è condiviso. Se c'è solo la partecipazione agli utili ma non la partecipazione alle perdite, non c'è nessun fondo di investimento alternativo.²⁴³ L'investimento deve essere effettuato anche a beneficio degli investitori e quindi non può essere investito a beneficio della propria impresa, come ad esempio il finanziamento di una società operativa.²⁴⁴ Indipendentemente da ciò, va notato che anche i fondi di private equity e i fondi di capitale di rischio, che talvolta acquisiscono un'influenza di controllo in società target operative, devono essere qualificati come AIF.²⁴⁵

²⁴¹ Art. 6 AIFMG; cfr. art. 2 cpv. 2 DGA.

²⁴² BaFin, Lettera interpretativa sull'ambito di applicazione del KAGB e del concetto di "Fondo d'investimento", 14.06.2013, modificata da ultimo il 09.03.2015, Capitolo I, P 1.

²⁴³ BaFin, Lettera interpretativa sul campo di applicazione del KAGB e sul concetto di "fondo d'investimento", 14.06.2013, modificata da ultimo il 09.03.2015, capitolo I, P 2; cfr. anche *Tollmann* in *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi, art. 2, Rz 13 (p. 26 f)

²⁴⁴ BaFin, Lettera interpretativa sull'ambito di applicazione della KAGB e sul concetto di "Fondo d'investimento", 14.06.2013, modificata da ultimo il 09.03.2015, Capitolo I, P 6; ESMA/2012/117, Rz 28; WKO, Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFM-G), 07.11.2013, <https://www.wko.at/branchen/information-consulting/finanzdienstleister/artikel-aifm-g.pdf> p 3 f.

²⁴⁵ *Tollmann* a *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, direttiva AIFM, art. 2, Rz 67 f (S 42 f).

Il criterio finale ed essenziale di un fondo di investimento alternativo è che il capitale raccolto sia investito secondo una strategia d'investimento definita. Indicatori per l'esistenza di una strategia d'investimento sono il fatto che la strategia d'investimento sia stata definita prima, o al più tardi al momento della sottoscrizione vincolante dei certificati di quote del fondo da parte di un investitore; che l'investitore abbia un diritto esecutivo all'attuazione della strategia d'investimento; che la strategia d'investimento sia stabilita nelle condizioni d'investimento o nei documenti costitutivi dell'impresa; che la strategia d'investimento specifichi l'asset allocation in termini concreti e, ad esempio, promuova investimenti in determinate categorie di attività o prodotti finanziari d'investimento, in determinate regioni, con un certo leverage e periodo di detenzione o altri requisiti per la diversificazione del rischio.²⁴⁶ 122

Gli indicatori di una strategia d'investimento definita non devono essere male interpretati nel senso che, con la massima discrezione possibile da parte di una società di gestione, non è stata definita alcuna strategia d'investimento e quindi non esiste alcun fondo di investimento alternativo. Come già differenziato nel capitolo 5.1, la gestione discrezionale del portafoglio su base individuale del cliente si basa sulla gestione patrimoniale discrezionale per un collettivo, la definizione archetipica di un fondo di investimento alternativo. Una strategia d'investimento è caratterizzata proprio da una (predefinita) discrezione 123

²⁴⁶ ESMA/2012/117, Rz 30 ss.; BaFin, lettera interpretativa sull'ambito di applicazione del KAGB e sul termine "fondo d'investimento", 14.06.2013, modificata da ultimo il 09.03.2015, capitolo I, pag. 5.

nell'asset allocation.²⁴⁷ L'ESMA ha confermato questa opinione e ha spiegato quanto segue: *"il fatto che le decisioni di investimento siano lasciate alla sola persona giuridica che gestisce un'impresa non dovrebbe essere utilizzato per eludere le disposizioni del GEFIA"*.²⁴⁸

- 124 Ciò costituisce la demarcazione ai veicoli speciali di cartolarizzazione o a una SPV. Una società veicolo che si limita ad emettere strumenti finanziari per finanziare un progetto specifico non è un fondo. Per una SPV di questo tipo è essenziale che gli obiettivi d'investimento siano già definiti nel processo di sottoscrizione e che non sia consentita alcuna discrezionalità nell'allocazione degli attivi. In questo caso, esiste una strategia aziendale e non una strategia d'investimento.²⁴⁹ Anche le società holding perseguono solo una strategia commerciale e sono quindi escluse dalla regolamentazione dei fondi.²⁵⁰ La AIFMD non si applica

²⁴⁷ Tollmann in Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann, Direttiva AIFM, art. 2, marginali 51 e 57 (pagg. 37 e segg.).

²⁴⁸ Linee guida dell'ESMA 2013/611 sui termini chiave della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD), versione corretta del 30.01.2014 delle Linee guida sui termini chiave della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (ESMA/2013/611), pubblicata il 13.08.2013, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_de_cor_revised_for_publication.pdf, paragrafo 22.

²⁴⁹ Anche le società operative che svolgono attività di trading, produzione o altre attività gestite commercialmente hanno una strategia commerciale e non hanno un fondo anche se emettono strumenti finanziari in un ciclo di finanziamento.

²⁵⁰ Cfr. art. 4 cpv. 1 lit o AIFMD o art. 4 cpv. 1 n. 14 AIFMG.

pertanto a tali società veicolo di cartolarizzazione, holding o società veicolo che perseguono una strategia commerciale.²⁵¹

In una tornata di finanziamenti, una società a destinazione specifica 125 raccoglie quindi capitale, che successivamente forma capitale proprio²⁵² o di debito per l'azienda. Questo capitale può poi essere utilizzato per attuare una strategia aziendale. Il capitale degli investitori in un fondo, invece, rappresenta un patrimonio del fondo d'investimento che è separato dalla società di gestione e può essere segregato in caso di fallimento.²⁵³ Per quanto riguarda Token e Robo-Advisory, non esiste una strategia di investimento fissa, ma solo una strategia di business se viene raccolto un capitale che viene investito in valute criptate come BTC, ETH, ecc. secondo un algoritmo predefinito che non consente alcun intervento o discrezione nell'asset allocation. In tal caso non esiste

²⁵¹ Art. 2 cpv. 3 lett. a e g AIFMD o art. 2 cpv. 2 lett. b e h AIFMG; per le società veicolo di cartolarizzazione si veda la definizione di cui all'art. 4 cpv. 1 lett. aIFMD o all'art. 4 cpv. 1 riga 37 AIFMG in combinato disposto con l'art. 1 n. 2 del Regolamento UE/1075/2013, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/1075/oj>. Si veda anche il cosiddetto STSR ("Regolamento semplice, trasparente e standardizzato" o regolamento sulla cartolarizzazione), Regolamento UE/2017/2402, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/2402/oj> (in particolare l'art. 2 n. 1 e 2 del regolamento sulla cartolarizzazione).

²⁵² Il capitale proprio esiste se i fondi di finanziamento sono messi a disposizione per un periodo di tempo illimitato e hanno un valore nominale che può essere dilazionato, mentre il capitale preso a prestito è caratterizzato da un termine al termine del quale deve essere rimborsato insieme agli interessi. Il capitale di rischio o di rischio o il capitale di rischio rappresenta solitamente il capitale proprio (anche il private equity).

²⁵³ Art. 41 cpv. 2 KO - "Se il patrimonio del fallito contiene beni che non appartengono in tutto o in parte al debitore comune, il diritto reale o personale alla segregazione è valutato secondo i principi generali della legge".

quindi alcun investimento collettivo di capitale ai sensi del regolamento del fondo.

126 ²⁵⁴È importante notare che, ai sensi dell'art. 159 cpv. 2 OICVM e dell'art. 130 cpv. 2 OICVM, la FMA deve fornire risposte vincolanti a questioni giuridiche e di fatto - tra cui, ad esempio, la questione dell'esistenza o meno di un fondo - mediante una domanda, a condizione che gli elementi di fatto necessari per la valutazione siano comunicati in modo completo e corretto. Solo le informazioni scritte della FMA, che vengono rilasciate su richiesta, costituiscono una protezione della fiducia. In relazione alle tecnologie affidabili, la FMA deve inoltre fornire informazioni ai sensi dell'articolo 43 capoverso 2 lettera b della TVTG nella versione modificata dal Foglio federale 2019/93 sull'applicabilità di tutte le leggi speciali di cui all'articolo 5 capoverso 1 della legge sulle FMA in relazione a un modello commerciale concreto.

127 Infine, per quanto riguarda la rappresentazione delle quote di fondi in pegno, va osservato che le quote di organismi di investimento collettivo del risparmio sono considerate strumenti finanziari ai sensi dell'allegato 2 sezione C n. 3 della legge bancaria e dell'allegato I sezione C n. 3 della MiFID II in combinato disposto con l'art. 15 della legge austriaca sui fondi di investimento. Non vi sono preoccupazioni di carattere normativo in merito alla gettoneria di tali strumenti finanziari.²⁵⁵

128

²⁵⁴ La "disposizione facoltativa" va vista nel senso di un potere discrezionale vincolato dalla legge.

²⁵⁵ Cfr. titolo II, capitolo II.2.3.5,

È inoltre degno di nota il fatto che la commercializzazione delle quote di un fondo di investimento alternativo è armonizzata solo per gli investitori professionali.²⁵⁶ Il Liechtenstein si è avvalso della clausola di apertura ai sensi dell'art. 43 cpv. 1 primo capoverso AIFMD e ai sensi dell'art. 129 e segg. AIFMG è possibile distribuire fondi di investimento alternativi a investitori privati nel Liechtenstein. Tuttavia, tali FIA non hanno diritto al passaporto.²⁵⁷

Le disposizioni del diritto societario di una società per azioni sono applicabili in via sussidiaria anche ad una AGmVK o SICAV, a meno che non siano previste disposizioni speciali.²⁵⁸ Un AGmVK può aumentare il capitale sociale mediante l'emissione di nuove azioni o può ridurre il capitale sociale rimborsandolo mediante il rimborso delle azioni.²⁵⁹ Un AGmVK può successivamente detenere azioni proprie, a differenza di una società per azioni a capitale fisso.²⁶⁰

5.3 Cooperative segmentate (PCC) in distinzione del Fondo

130

²⁵⁶ Cfr. articolo 43, paragrafo 1, secondo comma, della direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi.

²⁵⁷ Per quanto riguarda la distribuzione ai clienti al dettaglio, vietata in linea di principio in Austria, ad esempio, si veda anche WKO, Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFM-G), 07.11.2013, <https://www.wko.at/branchen/information-consulting/finanzdienstleister/artikel-aifm-g.pdf>, pag. 3.

²⁵⁸ Art 361(3) PGR.

²⁵⁹ Art 361(2) PGR.

²⁶⁰ Art. 363 PGR; per una società per azioni ciò è consentito solo in misura molto limitata ai sensi degli Art. 306a fino all'Art. 306f PGR, in quanto si tratta in realtà di una riduzione del capitale sociale.

Il 01.01.2015, la persona con il bendaggio segmentato o la Protected Cell Company è entrata a far parte della PGR.²⁶¹ Il PCC è solo una forma di organizzazione e non una nuova forma societaria; ad esempio, una società per azioni può essere segmentata. Ai sensi dell'Art. 243 cpv. 1 PGR, lo scopo delle società organizzate come entità giuridiche segmentate è limitato alle attività di gestione patrimoniale (società holding o società passiva) e una entità giuridica segmentata non può svolgere attività commerciali, di produzione o altre attività commerciali.²⁶²

- 131 L'art. 243e cpv. 5 PGR prevede tuttavia che, nel caso di una società per azioni strutturata come PCC, possono essere emesse le cosiddette azioni di segmento, che possono riguardare tutti o singoli segmenti. Una struttura di questo tipo può portare a problemi nella definizione di una struttura di fondi, in quanto tale modello è molto simile alla cascata di tre livelli di fondi - fondo²⁶³, comparto e classe azionaria.²⁶⁴
- 132 Anche nel caso di una società per azioni segmentata, la regolamentazione dei fondi - almeno per quanto riguarda il regime dei fondi di investimento alternativi - dovrà essere regolarmente negata con l'esclusione di una strategia d'investimento definita. Pertanto, se non vi è alcuna discrezionalità nell'asset allocation, ma piuttosto il denaro rice-

²⁶¹ LGBI 2014.362; Art. 243 e segg.

²⁶² Per ulteriori dettagli si veda *Helbock*, *Besondere Aspekte der Segmentierte Verbandsperson (PCC) in Liechtenstein*, LJZ 1/18, pag. 22; per ulteriori forme di design si veda anche FN 97.

²⁶³ Un fondo in forma contrattuale o statutaria (società di gestione) nel senso di un fondo a capitalizzazione (cfr. terminologicamente anche il "fondo di costituzione" di cui agli art. 536 e segg.)

²⁶⁴ Cfr. per quanto riguarda gli azionisti di settore BuA 2014/69, pag. 49 e segg.

vuto in un ciclo di finanziamento viene investito in obiettivi di investimento predefiniti, il regolamento del fondo dovrà essere negato anche se una società per azioni è strutturata come un'associazione segmentata che emette azioni di segmento o obbligazioni di segmento.²⁶⁵

Si noti, tuttavia, che per legge le azioni di segmento devono essere strutturate come azioni privilegiate.²⁶⁶ Le azioni privilegiate includono gli stessi diritti fondamentali delle azioni ordinarie più una certa preferenza per il diritto di voto, l'elezione di alcuni organi esecutivi, l'adozione di deliberazioni su specifici ordini del giorno definiti nello Statuto, sui dividendi, sulla quota di liquidazione o sul diritto di sottoscrizione in caso di emissione di nuove azioni.²⁶⁷ Le azioni privilegiate hanno quindi un diritto superiore rispetto alle azioni ordinarie. *"C'è la possibilità che, nel caso di due diverse categorie di azioni, ciascuna abbia determinati privilegi. In questo caso, la categoria delle azioni privilegiate è quella che, nel suo complesso, sembra avere privilegi di gran lunga maggiori."*²⁶⁸ Secondo PGR, le azioni pure senza diritto di voto, altrimenti ²⁶⁹equivalenti alle azioni ordinarie, non sono quindi generalmente azioni privilegiate. Sebbene di norma diano diritto a dividendi più elevati, in quanto non conferiscono diritti di voto, non sono preferenziali nel senso di azioni privilegiate, a meno che non si verifichino circostanze particolari. Nel Liechtenstein, tali strumenti azionari costituiscono cer-

²⁶⁵ In particolare deve essere rispettato l'Art. 243f cpv. 1 PGR, secondo il quale il settore contraente e il suo fondo di garanzia devono essere resi noti.

²⁶⁶ Art 243e (5) PGR.

²⁶⁷ Art 301(2) PGR.

²⁶⁸ *Frick*, I tipi di azioni secondo il diritto societario del Liechtenstein, pag. 127.

²⁶⁹ Certificati di partecipazione secondo l'Art. 304a PGR.

tificati di partecipazione. Il capitale di partecipazione è limitato al doppio del capitale sociale.²⁷⁰ Un partecipante non ha diritto di partecipare ad un'assemblea generale. Un'azione privilegiata, invece, può essere strutturata in modo tale che, pur non rappresentando un diritto di voto, porti un vantaggio rispetto ad un'azione ordinaria se considerata nel suo complesso. Come per il certificato di partecipazione, tuttavia, tale quota non dà diritto a partecipare all'assemblea generale.²⁷¹ Ad un tale azionista privilegiato spettano tuttavia i diritti connessi al diritto di voto ai sensi dell'Art. 304c cpv. 2 PGR (ad es. il diritto di convocare l'assemblea generale degli azionisti).

- 134 La strutturazione obbligatoria delle azioni di segmento come azioni privilegiate rivela anche la distinzione statutaria dalle strutture dei fondi. Secondo la documentazione legale, gli azionisti di settore sono "*gli azionisti dell'entità segmentata di per sé [e] gli azionisti di settore esercitano il diritto di voto nell'assemblea generale dell'entità segmentata*"²⁷². In termini di attività, tuttavia, un azionista di settore partecipa solo in alcuni segmenti.²⁷³ Le quote del fondo, invece, non sono quasi mai strutturate come azioni privilegiate, in base alle quali esiste un diritto di appartenenza alla società di gestione o di investimento e, in termini di diritto patrimoniale, si concorda la partecipazione a un comparto o a un com-

²⁷⁰ Art 304b (1) PGR.

²⁷¹ Secondo l'Art. 332 cpv. 2 PGR, solo gli azionisti con diritto di voto hanno il diritto di partecipare all'Assemblea generale.

²⁷² BuA 2014/69, pag. 49 segg.

²⁷³ Pertanto, gli attivi dei singoli settori devono essere separati l'uno dall'altro e anche dal patrimonio di base ai sensi dell'Art. 243e cpv. 4 PGR.

parto. Piuttosto, qualsiasi partecipazione si riferirà direttamente al rispettivo comparto in conformità con le condizioni della rispettiva classe di azioni.

Indipendentemente da questo - o proprio per questo - una società per azioni sotto forma di PCC può essere un'interessante alternativa di strutturazione per un finanziamento o un veicolo di investimento tra un fondo e una classica società veicolo di cartolarizzazione.

5.4 Gettone di conclusione degli strumenti finanziari e degli investimenti collettivi di capitale

Quando si mette in comune il capitale, che deve essere investito successivamente, la questione fondamentale è se esiste un fondo. Uno dei criteri più importanti dei fondi è l'investimento secondo una strategia d'investimento definita. In altre parole, la gestione individuale discrezionale del portafoglio può essere convertita in una base d'investimento collettivo per la costituzione di un fondo. Tuttavia, le società holding o le società veicolo non costituiscono fondi se perseguono una strategia commerciale. Se un portafoglio di strumenti finanziari è rappresentato sotto forma di gettoni e gli investitori vi devono partecipare, viene effettuato un investimento collettivo se una società di gestione gestisce tale portafoglio. 135

Mentre un OICVM o un OICVM può investire solo in attività finanziarie liquide, un fondo di investimento alternativo è libero di investire in altre attività, motivo per cui un fondo crypto-fondo può essere effettivamente strutturato solo come un fondo di investimento alternativo, a meno che non si debbano emettere solo le quote di un fondo sotto forma di gettoni. 136

- 137 Un SPV che emette strumenti finanziari per investire in obiettivi d'investimento predefiniti non costituisce un fondo. Non ci deve essere alcuna discrezionalità nell'investimento del capitale raccolto. Questo può essere interessante in relazione ai gettoni se il capitale raccolto deve essere investito ostinatamente secondo un algoritmo immutabile (Robo-Advisory). Il regolamento del fondo non viene applicato in questo caso fintantoché non vi è un margine di discrezionalità nell'investimento del capitale raccolto.
- 138 È inoltre interessante, soprattutto in relazione ai modelli di business delle start-up FinTech, che la FMA del Liechtenstein, ai sensi dell'art. 159 cpv. 2 AIFMG e dell'art. 130 cpv. 2 OICVMG, debba fornire una risposta vincolante alla questione dell'esistenza o meno di un fondo mediante una domanda scritta. In questo contesto, va osservato che i fatti necessari per la valutazione devono essere resi noti; la FMA è vincolata da ogni informazione rilasciata al riguardo in conformità al principio della tutela della fiducia.
- 139 Per quanto riguarda il regime dei fondi di investimento alternativi, è opportuno ricordare che la commercializzazione di quote o azioni di un fondo di investimento alternativo è armonizzata solo per quanto riguarda gli investitori professionali. Sebbene il Liechtenstein si sia avvalso della clausola di apertura di cui all'articolo 43, paragrafo 1, primo comma della direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD) e quindi sia possibile commercializzare i fondi di investimento alternativi presso gli investitori al dettaglio nel Liechtenstein (articolo 129 e seguenti AIFMG), tali fondi di investimento alternativi non

godono dell'accesso al sistema Europass e non sono quindi ammissibili al passaporto nel mercato unico europeo.

L'associazione segmentata o PCC è interessante anche in relazione alla progettazione di fondi. Il PCC è solo una forma di organizzazione e non una forma societaria separata. Di conseguenza, una società per azioni, ad esempio, può essere segmentata. Le persone giuridiche segmentate secondo il diritto del Liechtenstein sono limitate nel loro scopo alle attività di gestione patrimoniale. 140

L'art. 243e cpv. 5 PGR prevede la possibilità di emettere azioni di segmento nel caso di una società per azioni strutturata come PCC. Tali azioni di settore possono riferirsi a tutti o a singoli settori del PCC. Tale struttura ricorda sostanzialmente la cascata a tre livelli di fondi, compartimento e classe azionaria. Con una struttura di questo tipo, si pone anche la questione se esiste una strategia d'investimento definita in base alla quale il capitale raccolto viene investito. Se questo viene negato, non esiste un fondo, ma se questo viene affermato, sarà generalmente difficile negare la regolamentazione del fondo. 141

Si noti che le azioni di segmento devono essere strutturate come azioni privilegiate. Le azioni privilegiate hanno gli stessi diritti delle azioni ordinarie e comprendono anche una certa preferenza per i diritti di voto, i dividendi, le azioni di liquidazione o i diritti di sottoscrizione in caso di emissione di nuove azioni; il diritto delle azioni privilegiate è quindi superiore a quello delle azioni ordinarie. Occorre tenere conto di una visione d'insieme. I certificati di partecipazione (azioni senza diritto di voto) non devono pertanto essere trattati come azioni privilegiate ai sensi del diritto del Liechtenstein, poiché danno regolarmente 142

diritto a dividendi più elevati rispetto alle azioni ordinarie, ma non conferiscono diritti di voto. Nel complesso, quindi, non vi è alcuna preferenza per le azioni ordinarie, motivo per cui non vi sono azioni privilegiate.

- 143 Gli azionisti di segmento di una società per azioni segmentata esercitano il diritto di voto nell'assemblea generale dell'entità segmentata e partecipano anche a tutti o a singoli segmenti; nell'ottica generale, tuttavia, deve esserci una preferenza. Inoltre, deve essere possibile emettere anche strumenti di debito per segmento, come ad esempio un'obbligazione di segmento.

6. Gettoni e diritto dei consumatori

- 144 Se i gettoni non rappresentano crediti²⁷⁴ nei confronti di un emittente, ma rappresentano piuttosto una merce con valore intrinseco o immanente (contenuto digitale) come record di dati o software, che si forma sul libero mercato in base alla domanda e all'offerta²⁷⁵, da ²⁷⁶un lato non sono applicabili le norme del diritto dei mercati finanziari e dall'altro si pone la questione se e in quale misura le norme a tutela dei consumatori

²⁷⁴ Denominati in denaro (depositi o moneta elettronica), o diritti di socio o di debito in base al diritto societario (strumenti finanziari) - si veda il Titolo II. Capitoli II.2.2.2 e II.II.2.7.

²⁷⁵ Per questo motivo la formazione del prezzo e del valore deve essere sempre tenuta separata. Il valore si forma nel corso della produzione - in termini di gettoni, cioè di sviluppo o programmazione - mentre il prezzo è creato dallo scambio o dalla circolazione di merci e denaro.

²⁷⁶ Si veda a questo proposito il documento di cui al Titolo II. in dettaglio, in particolare i capitoli II.2.2.2, II.2.7.3 e II.2.7.6 relativi ai gettoni come gettoni di valore.

siano rilevanti, in particolare per quanto riguarda il diritto di recesso secondo KSchG e FAGG.

Anche l'art. 8 della FernFinG prevede un diritto di recesso, sebbene ai 145
sensi dell'art. 10 della FernFinG il consumatore non abbia diritto di recesso nel caso di contratti per servizi finanziari i cui prezzi sul mercato finanziario²⁷⁷ siano soggetti a fluttuazioni che sfuggono al controllo dell'imprenditore e che possono verificarsi entro il termine di recesso. Ciò vale anche per i servizi relativi a titoli trasferibili o negoziabili e deve quindi valere anche per i gettoni rappresentativi di strumenti finanziari. Va notato che anche se si deve rispettare l'obbligo di informare il consumatore dell'esistenza o meno di un diritto di recesso²⁷⁸, la mancata informazione del consumatore di un diritto di recesso inesistente non comporta la creazione di un tale diritto di recesso - seguendo il simbolo *deus ex machina*, inaspettato e sorprendente. Questo ha la conseguenza, come sostiene Gruber, "*che la mancanza di istruzioni sull'inesistenza del diritto di recesso è senza sanzione*".²⁷⁹

Ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, della legge sulla tutela dei consu- 146
matori, un consumatore può, senza motivo, recedere da un contratto 14 giorni dopo la conclusione di un contratto per la fornitura di²⁸⁰ servizi o, nel caso di un contratto per la vendita di beni, 14 giorni dopo il giorno

²⁷⁷ La definizione di mercato finanziario va interpretata in senso lato e non si basa solo sui mercati regolamentati o organizzati, ma anche sulla negoziazione fuori borsa (OTC); cfr. titolo II, capitolo II.2.3.1b.

²⁷⁸ Articolo 5, paragrafo 1, lettera c), punto 1, FernFinG.

²⁷⁹ Gruber, Das Fern-Finanzdienstleistungs-Gesetz, wbl 2005, edizione 2, 15.02.2005, pag. 53 (Sezione III. Diritto di recesso del consumatore), che tratta l'argomento in modo più approfondito nel punto indicato.

²⁸⁰ Inadempimento del contratto.

in cui il contratto tra il commerciante e il consumatore è stato concluso, se la dichiarazione contrattuale del consumatore non è stata fatta nei locali commerciali del commerciante. Tuttavia, questo diritto di recesso non si applica ai gettoni che rappresentano software nel senso di merce (contenuti digitali o "utilità", "pagamento", "valuta" o "merce", che non sono né moneta elettronica e quindi neanche depositi e inoltre non sono strumenti finanziari, ma sono trattati come valute virtuali), in quanto tali contratti sono soggetti alla legge sul commercio a distanza e all'estero.²⁸¹ La FAGG prevede tuttavia un diritto di recesso per i contratti stipulati nel settore delle vendite a distanza paragonabile a quello della KSchG.

- 147 Tuttavia, può essere applicata un'eccezione al diritto di recesso ai sensi dell'art. 19 cpv. 1 FAGG, per la quale la lit b e la lit l leg cit sono particolarmente rilevanti per quanto riguarda i gettoni di merce menzionati. Il consumatore non ha diritto di recesso secondo la FAGG per l'acquisizione di contenuti digitali nelle vendite a distanza, che non sono memorizzati su un supporto fisico di dati, se l'imprenditore, con il consenso esplicito del consumatore e la sua conoscenza delle conseguenze per quanto riguarda il diritto di recesso, ha iniziato con l'adempimento prematuro - prima della scadenza del termine di recesso di 14 giorni - per cui una conferma del contratto concluso deve essere fornita su un supporto dati permanente.²⁸² Oltre alla carta, un supporto dati permanente comprende anche chiavette USB, schede di memoria, dischi rigidi

²⁸¹ Articolo 4, paragrafo 3, lettera d), KSchG in combinato disposto con l'articolo 12, paragrafo 1, FAGG.

²⁸² Articolo 19, paragrafo 1, lettera l), FAGG in combinato disposto con l'articolo 6, paragrafo 2, o con l'articolo 8, paragrafo 3, FAGG.

ed e-mail.²⁸³ Anche se in linea di principio è possibile invocare questa eccezione, essa comporta un notevole sforzo amministrativo e rivela una discrepanza per quanto riguarda l'acquisizione di gettoni nel senso di contenuti digitali²⁸⁴ nella vendita a distanza e di gettoni che sono memorizzati su un Hardware Wallet, poiché in questo caso l'Hardware Wallet è attaccato all'Hardware Wallet come oggetto fisico. Si noti che, secondo il considerando 19 della direttiva 2011/83 sui diritti dei consumatori, i contenuti digitali costituiscono in linea di principio beni ai sensi della presente direttiva o della FAGG solo se sono memorizzati su un supporto fisico di dati.

Si pone quindi la questione se l'eccezione al diritto di recesso di cui 148 all'articolo 19, paragrafo 1, lettera b), della FAGG sia rilevante per i gettoni, poiché secondo questa disposizione un consumatore non ha diritto di recesso se il contratto è concluso per beni o servizi il cui prezzo è soggetto a fluttuazioni sul mercato finanziario, per cui un imprenditore non può avere alcuna influenza su questo e le fluttuazioni devono potersi verificare durante il periodo di recesso. La Corte suprema federale tedesca ha sostenuto il diritto di recesso ai sensi di questa disposizione, citando l'attuazione nazionale della direttiva tedesca sui diritti dei consumatori 2011/83 (attuata nel FAGG per il Liechtenstein).²⁸⁵ Sebbene il gasolio da riscaldamento sia anche scambiato in borsa - come molte altre materie prime, prodotti o merci - l'acquisto di gasolio da

²⁸³ Articolo 4, paragrafo 1, lettera e), FAGG o articolo 2, paragrafo 10, della direttiva 2011/83; cfr. anche BuA 2015/37, pag. 25; cfr. anche il considerando 23 della direttiva 2011/83 (VRRL), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/83/oj>.

²⁸⁴ Secondo il considerando 19 della direttiva 2011/83, i contenuti digitali sono programmi per computer, applicazioni, giochi, ecc.

²⁸⁵ BGH VIII ZR 249/14 del 17 giugno 2015.

riscaldamento non è di natura speculativa; non vi è alcun elemento aleatorio.²⁸⁶ Infatti, l'ordine dell'olio combustibile non è soggetto ad alcuna volatilità, in quanto il prezzo della merce è stato determinato in anticipo ed era quindi prevedibile. In caso di operazioni a prezzo fisso, l'eccezione al diritto di recesso di cui all'art. 19 cpv. 1 lett. b FAGG deve pertanto essere annullata. Non sono pregiudizievoli circostanze accidentali non prevedibili, come ad esempio il fatto che il prezzo sia ancora favorevole al momento della consegna. Per quanto riguarda²⁸⁷ i gettoni non regolamentati dal diritto del Liechtenstein, che vengono scambiati o negoziati su una piattaforma e che sono soggetti alla FAGG, ciò significa che dipende dalla volontà delle parti se si tratta di una transazione a prezzo fisso o se i gettoni vengono acquistati a scopo speculativo - talvolta al prezzo al momento della consegna.²⁸⁸

- 149 *Stadler e Pfeil* propagano un nucleo speculativo nelle transazioni B2C per quanto riguarda i gettoni.²⁸⁹ Tuttavia, questo non può essere seguito seriamente in questa generalità, poiché le monete o i gettoni del protocollo in particolare hanno uno scopo nel protocollo a catena di blocco oltre alla speculazione sul valore (un prerequisito per il funzionamento del protocollo di rete così come per la costruzione del consenso, per cui

²⁸⁶ BGH VIII ZR 249/14 del 17 giugno 2015, pp. 6 e 9.

²⁸⁷ *Geiger in Keiler/Klauser* (Hrsg), diritto austriaco ed europeo dei consumatori, § 18 FAGG, Rz 5.

²⁸⁸ Indipendentemente da ciò, è consigliabile denominare il prezzo in moneta fiat al momento dell'emissione del proprio gettone, che può essere acquistato utilizzando altri gettoni (ad es. un nuovo gettone da emettere viene emesso in cambio di un certo importo di EUR o CHF, pagabile in ETH), al fine di mitigare almeno in una certa misura la volatilità in caso di eventuali richieste di riscatto.

²⁸⁹ *Stadler/Pfeil*, criptovalute come merce volatile secondo § 18 Abs 1 Z 2 FAGG?, VbR 03, maggio 2018, S 101 (S 103).

si forma un valore intrinseco). Sarà quindi sempre necessario distinguere tra gli utenti che acquisiscono un token per ottenere vari servizi nella rete decentralizzata o per poter svolgere funzioni e gli investitori che desiderano semplicemente partecipare all'esecuzione di un token; non si può dare per scontato che un utente di un protocollo a catena di blocchi abbia un interesse primario nell'esecuzione di un token, poiché interagisce regolarmente con il protocollo e l'utilità del token vuole approfittarne e talvolta consuma anche il token, motivo per cui qualsiasi carattere speculativo è di secondaria importanza.

Indipendentemente da questo problema, tuttavia, si pone la questione 150 se i gettoni costituiscano effettivamente prodotti ai sensi del VRRL o della FAGG. Secondo l'art. 2 n. 3 del VRRL, le merci sono fondamentalmente solo oggetti fisici. Tuttavia, anche l'acqua, l'elettricità e il gas sono considerati beni, a condizione che siano venduti in una certa quantità o in un certo volume. I gettoni sono quantitativamente determinabili e poiché sono immagazzinati elettromagneticamente, si può anche usare l'analogia per i gettoni, che sono trattati come elettricità nel VRRL e se sono venduti in una certa quantità, sono anche considerati come merce nel senso del VRRL o del FAGG. *Stadler/Pfeil sono favorevoli a questa analogia*²⁹⁰. Tale analogia è in chiara contraddizione con il considerando 19 della VRRL, in quanto i gettoni rappresentano dati o software e quindi contenuto digitale ai sensi della direttiva, e tale analogia deve pertanto essere respinta: "*Analogamente ai contratti per la fornitura di acqua, gas o elettricità, se non sono offerti in vendita in un volume limitato o in quantità specifica, o per la fornitura di teleriscaldamento, i contratti per il*

²⁹⁰ *Stadler/Pfeil*, criptovalute come merce volatile secondo § 18 Abs 1 Z 2 FAGG?, VbR 03, maggio 2018, S 101 (S 103).

contenuto digitale che non sono messi a disposizione su un supporto fisico non dovrebbero essere considerati contratti di vendita o contratti di servizi ai fini della presente direttiva".²⁹¹ Di conseguenza, l'eccezione al diritto di recesso ai sensi dell'art. 19 cpv. 1 lett. b FAGG non deve essere applicata ai gettoni che rappresentano semplicemente un software nel senso di merce, vale a dire contenuti digitali secondo la VRRL o valute virtuali secondo la 5a direttiva GW.

- 151 Oltre a queste disposizioni, per quanto riguarda il diritto applicabile in relazione ai contratti di consumo con un elemento transfrontaliero, in generale si deve fare riferimento all'art. 45 della legge del Liechtenstein IPRG. Se il paese in cui il consumatore ha la sua residenza abituale prevede disposizioni speciali di protezione obbligatorie, tali disposizioni prevalgono su qualsiasi scelta di legge effettuata, a condizione che il rapporto d'affari non sia stato avviato solo dal consumatore, ma che l'attività commerciale dell'imprenditore sia diretta anche verso il paese di residenza del consumatore.
- 152 Va tuttavia osservato che in assenza di un trattato esecutivo - ad eccezione di Austria e Svizzera - un titolo straniero acquisito non è di fatto esecutivo con il Liechtenstein, in quanto il Liechtenstein non ha né firmato né ratificato le Convenzioni di Bruxelles e Lugano.²⁹²

²⁹¹ Considerando 19 VRRL e articoli 6, paragrafo 2, e 17, paragrafo 1, VRRL.

²⁹² *Öhri*, Die Grundlagen der zivilrechtliche Verantwortung der mit der Verwaltung und Geschäftsführung einer AG, Anstalt oder Stiftung entrusted with the administration and management of an AG, Anstalt oder Stiftung, LJZ 12.2007, p 100 (101); *Frick*, Anerkennung und Vollstreckung ausländischer Urteile in

Indipendentemente da ciò, va notato che anche le clausole di scelta della legge possono essere invalide a causa di un errore, se si è omissivo di sottolineare che le disposizioni imperative di protezione dei consumatori dello Stato in cui il consumatore ha la sua residenza abituale hanno la precedenza; le clausole di scelta della legge generale sono quindi invalide nei confronti dei consumatori.²⁹³ 153

In generale, deve essere rispettata la libertà (passiva) di fornire servizi applicabile nell'UE e nello SEE, in base alla quale, ad esempio, un crypto-exchange (bilaterale o multilaterale) per quanto riguarda i gettoni che non sono strumenti finanziari, la moneta elettronica o i depositi è libera di accettare clienti provenienti da giurisdizioni dell'UE o dello SEE i cui mercati non sono direttamente interessati da questa società, a 154

Liechtenstein - Ein Überblick, LJ, p 106 (110); *Bergt, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft*, p 71 f (Rz 192).

²⁹³ Art. 3 Clausola della direttiva 93/13/EEA, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/1993/13/oj>; per cui rimane aperta la possibilità di sapere fino a che punto devono arrivare le informazioni sul diritto imperativo, poiché questo potenzialmente degenera in un confronto descrittivo dei rispettivi sistemi giuridici; cfr. OGH 2 OB 155/16g del 14.12.2017, ECLI:AT:OGH0002:2017:0020OB00155.16G.1214.000, con riferimento alla CGCE C-191/15 del 28.07.2016, VKI/Amazon EU Sàrl, ECLI:EU:C:2016:612: *"Articolo 3, paragrafo 3 L'art. 3, n. 1, della direttiva 93/13 deve essere interpretato nel senso che una clausola contenuta nelle condizioni generali del professionista che non è stata negoziata individualmente e che prevede che la legge applicabile ad un contratto concluso con un consumatore per via elettronica è la legge dello Stato membro in cui il professionista ha la sua sede sociale, è sleale nella misura in cui inganna il consumatore dandogli l'impressione che solo la legge di tale Stato membro sia applicabile al contratto senza informarlo che egli gode anche della tutela delle disposizioni imperative della legge che sarebbe applicabile in assenza di tale clausola; spetta al giudice nazionale valutarlo alla luce di tutte le circostanze pertinenti."*

condizione che essi avviino il rapporto d'affari. A questo proposito è degno di nota il fatto che, mentre una tale attività può essere regolamentata a una soglia bassa o non esserlo affatto nel Liechtenstein, a seconda della forma concreta che assume (almeno secondo la situazione giuridica prima della TVTG e fintantoché non viene fornito un Regolamento Fiat), la stessa attività può essere rigorosamente regolamentata in Germania, ad esempio, poiché le cosiddette quote di conto costituiscono anche strumenti finanziari lì e quindi viene fornito un servizio di investimento e un MTF dovrebbe essere approvato.²⁹⁴ In relazione a tali servizi finanziari, anche la sollecitazione inversa²⁹⁵ ai sensi dell'articolo 42 della MiFID II in combinato disposto con il considerando 85 della MiFID II può essere considerevole.

7. Principali risultati

155 Il presente capitolo conclusivo riassume le constatazioni e i risultati centrali di questo lavoro in relazione ai gettoni, ai titoli e ai titoli in forma scritturale.

156 Va ricordato che una catena di blocchi è in linea di principio una banca dati decentralizzata, pubblica e permanente. Non tutte le catene a blocchi sono uguali. In particolare, occorre distinguere tra le diverse autorizzazioni relative all'accesso in lettura e in scrittura. A differenza di una catena di blocco privata (autorizzata), ogni utente ha il permesso di scrittura su una catena di blocco pubblica (senza permesso). Gli attributi "aperto" e "chiuso" blocco catena, invece, dipendono dal disegno

²⁹⁴ Cfr. titolo II, capitolo II.2.4.

²⁹⁵ In base a queste disposizioni, le imprese di paesi terzi possono fornire servizi di investimento su iniziativa esclusiva dei clienti dell'UE o del SEE senza essere soggette alle corrispondenti disposizioni della MiFID II.

dei diritti di lettura. Bitcoin ed Ethereum sono esempi paradigmatici di catene di blocchi aperti al pubblico - ogni utente ha accesso in lettura e scrittura. Una catena di blocco con accesso in scrittura per tutti, ma con accesso in lettura limitato (pubblico chiuso), invece, è l'ideale per lo svolgimento di elezioni anonime. Se invece è richiesta la trasparenza, ma non tutti dovrebbero avere accesso alla scrittura, si può utilizzare una catena privata a blocchi aperti. Il traffico ufficiale, invece, potrebbe essere trasferito in una catena privata a blocco chiuso, che avrebbe limitato l'accesso in lettura e scrittura.

Un potenziale caso di utilizzo di una catena di blocco pubblico o senza autorizzazione è, ad esempio, l'implementazione della cosiddetta Self-Sovereign-Identity (SSI) come supplemento e ottavo livello del Open Systems Interconnection Model (OSI), che è il modello di riferimento per i protocolli di rete. Soprattutto in relazione alla portabilità dei dati verificati, la tecnologia a catena di blocco può svolgere un ruolo importante (identificazione, verifica dell'età, ecc.). Questo deve essere presentato, ad esempio, come un livello a livello di browser Internet. Sarebbe ipotizzabile, ad esempio, che i dati personali vengano inseriti in questo "meta-livello" e successivamente - se lo si desidera - aggiornati contemporaneamente su tutti i social network. Al contrario, in parole povere, i contenuti potrebbero anche essere inseriti senza che l'hoster del sito web ne sia a conoscenza (poiché il contenuto è integrato un livello più alto; ad esempio, la pubblicità per le valute criptate su siti web che hanno proibito tale pubblicità in sé e per sé). 157

Tecnicamente, i token possono essere rappresentati come set di dati soggetti ad autenticazione a due fattori e possono essere utilizzati per autorizzare servizi basati su software. L'accesso viene concesso solo 158

dopo l'avvenuta autenticazione. I fattori di autenticazione possono essere basati su elementi di conoscenza, proprietà ed eredità. È interessante notare che gli stessi elementi si trovano anche nel PSD II in relazione all'autenticazione forte del cliente.

- 159 Anche le applicazioni decentralizzate, i cosiddetti Smart Contracts, nel senso di script permanenti, vengono regolarmente utilizzati su protocolli decentralizzati come le catene a blocchi. Questi risalgono ai modelli dell'Agoric Computing degli anni '80 e possono anche rappresentare contratti in senso giuridico, se si considera che i contratti stessi possono essere conclusi implicitamente o verbalmente.

7.1 La mappatura del pieno diritto di proprietà in un token

- 160 A causa di un elemento di corporeità mancante, i gettoni non costituiscono una cosa ai sensi del diritto di proprietà del Liechtenstein. Tuttavia, con l'entrata in vigore della TVTG il 01.01.2020, le disposizioni del diritto di proprietà devono essere applicate per analogia ai gettoni.
- 161 Tuttavia, il principio della "Sostanza sulla forma" si applica indipendentemente da questo e la legge rappresentata dal gettone deve sempre essere considerata. Se, ad esempio, un depositario detiene un oggetto in custodia per una persona che ha il diritto di disporre di un gettone secondo il regolamento del depositum, tale gettone rappresenta effettivamente il diritto di proprietà dell'oggetto in custodia.
- 162 La questione se esiste un depositum regolare, secondo il quale il depositario rimane proprietario di un determinato oggetto, o se si crea un depositum irregolare, secondo il quale esiste solo un credito generico, dipende dalle intenzioni economiche delle parti. In conformità alle disposizioni del contratto di custodia, il depositario deve restituire gli

stessi oggetti che sono stati messi in custodia. Come già detto, può esistere un depositum regolare anche se il depositario è tenuto a restituire solo articoli dello stesso tipo e qualità. Dipende dall'accordo relativo alla proprietà dei beni. Se il depositario deve diventare il proprietario, c'è un regolamento di deposito irregolare. Tuttavia, se il depositario deve rimanere il proprietario, esiste un depositum regolare. Ciò può svolgere un ruolo importante in questo caso, cosicché in caso di tokenizzazione della proprietà di un immobile, un gettone non è qualificato come strumento finanziario dal punto di vista della vigilanza a causa della mancanza di standardizzazione.

Tuttavia, la standardizzazione può essere ottenuta attraverso un accordo di custodia, che alla fine è innocuo. Può esistere un depositum regolare, ma le parti o, in particolare, il depositante possono accettare un oggetto paragonabile per tipo, numero e qualità al posto dell'oggetto indicato. 163

7.2 Diritti di valore secondo TVTG e diritti di valore secondo PGR come modificato dal BuA 2019/93 (LGBI 2019.304)

Il BuA 2019/93 introduce i diritti di valore secondo TVTG da un lato e i diritti di valore secondo PGR dall'altro. Ci sono differenze significative tra i diritti di iscrizione al libro ai sensi di queste leggi, a parte la rappresentazione in token o la gestione nel registro dei diritti di iscrizione al libro. Per gli strumenti finanziari in forma scritturale secondo la PGR, come modificata nella versione 2019/93 della legge sugli strumenti finanziari in forma scritturale 2019/93, le disposizioni della legge sui diritti di proprietà devono essere applicate in modo funzionalmente equivalente, poiché tali strumenti finanziari in forma scritturale devono 164

avere le stesse funzioni dei titoli. Inoltre, il principio di causalità continua a prevalere nel PGR. Per contro, le disposizioni della TVTG devono essere applicate ai titoli in forma scritturale ai sensi della TVTG solo in modo funzionalmente adeguato, vale a dire per analogia. Inoltre, il principio di astrazione prevale rispetto al regolamento di radiodiffusione della TVTG.

- 165 Ciò ha la conseguenza che, in caso di trasferimento di titoli in forma di gettoni ai sensi della TVTG, anche l'operazione di cessione rimane astratta, qualora l'operazione di obbligazione dovesse cessare. In questo caso la transazione dovrebbe essere invertita in base alla legge sull'arricchimento. Tuttavia, se la causa di un'operazione con titoli non certificati ai sensi della PGR come modificata dal Foglio federale 2019/93 cessa di essere applicabile, cessa anche l'operazione di impegno e tali titoli non certificati possono essere indicizzati in futuro.
- 166 Ciò è dovuto al fatto che un diritto di sicurezza per l'immissione di libri secondo la PGR modificata dalla Gazzetta ufficiale federale 2019/93 ha tutte le funzioni di una sicurezza, tra cui la funzione di trasporto, la funzione di legittimazione e di liberazione, la funzione di protezione del traffico e la limitazione delle obiezioni. La disposizione è volutamente intesa ad andare oltre la base svizzera di ricezione di cui all'art. 973c del Codice delle obbligazioni, che nega l'applicazione delle disposizioni del diritto di proprietà (funzione di trasporto e acquisizione della buona fede) per quanto riguarda i valori mobiliari in forma scritturale.
- 167 Con il § 81a dell'ultima sezione della PGR, modificata dal Foglio federale 2019/93, è stata introdotta una profonda modifica nella dogmatica del diritto civile e tutti i diritti possono essere rappresentati sotto forma

di titoli in forma scritturale, il che significa che possono essere successivamente assoggettati al regime del diritto di proprietà. Una delle modifiche più essenziali (dottrinali) apportate dal processo legislativo sul Blockchain Act è quindi quella di essere collocati al di fuori di esso. Occorre tuttavia tener conto del fatto che anche il registro dei diritti di iscrizione al libro deve essere organizzato in modo tale da escludere un'ingerenza ingiustificata del debitore nei diritti del creditore. A questo scopo sono adatti anche la tecnologia a catena a blocchi o i sistemi VT definiti nel TVTG. La tenuta del registro dei diritti di scrittura sulla catena dei blocchi non significa necessariamente che i diritti di scrittura debbano essere mantenuti anche sotto forma di gettoni e quindi sarebbero di nuovo soggetti alla TVTG.

7.3 Tokenizzazione in strutture di investimento collettivo e associazioni segmentate

Uno dei criteri più importanti dei fondi è l'investimento secondo una strategia d'investimento definita. Ciò significa discrezione nell'allocazione degli attivi. Se la gestione individuale discrezionale del portafoglio viene applicata a un collettivo, ciò si riflette nel regolamento del fondo. 168

Le società holding o le società a scopo speciale che si occupano di raccolta fondi, ad esempio mediante l'emissione di un gettone di sicurezza, non sono fondi fintantoché perseguono una strategia commerciale. Ciò significa che al momento della sottoscrizione degli strumenti finanziari (gettonati), l'obiettivo di investimento deve essere già stato determinato e non vi è alcuna discrezionalità nell'investimento. Se invece gli investimenti collettivi di capitale sono effettuati con un certo grado di di- 169

screzionalità, è presente una strategia d'investimento definita e, di conseguenza, un fondo. Un esempio di funambolismo può essere visto nell'investimento secondo un algoritmo fisso. Anche con un modello di business basato sulla robo-consulenza, non vi è alcuna discrezione nell'investimento del capitale raccolto, motivo per cui l'esistenza di un fondo è negata.

- 170 La rappresentazione di un deposito di strumenti finanziari può anche portare a un investimento collettivo di capitale, a condizione che non solo un deposito o una ricevuta di deposito relativa a strumenti finanziari sia rappresentata in un token, ma - cosa che sarebbe tecnicamente possibile - un portafoglio finanziario gestito attivamente o passivamente sia rappresentato in un token. Se un tale gettone viene successivamente denominato ed emesso per gli investitori, viene effettivamente costituito un fondo.
- 171 Va notato che gli OICVM possono investire solo in attività finanziarie liquide, motivo per cui un fondo cripto che investe in gettoni, nel senso di contenuto digitale, può essere strutturato solo come un AIF. Tuttavia, è anche possibile emettere le quote di un fondo sotto forma di gettoni. È essenziale che la FMA del Liechtenstein, su richiesta scritta, fornisca informazioni vincolanti sull'esistenza o meno di un fondo e sia vincolata dal suo parere.
- 172 Per quanto riguarda i fondi di investimento alternativi, è degno di nota il fatto che la loro distribuzione nel mercato unico europeo è armonizzata solo per quanto riguarda gli investitori professionali. Nel Liech-

tenstein, le azioni di un fondo di investimento alternativo possono essere distribuite anche agli investitori al dettaglio, ma tale fondo non è trasferibile.

La forma della persona giuridica segmentata o PCC prevista dal diritto del Liechtenstein può essere importante anche in relazione ai fondi. Per esempio, una società può essere segmentata, per cui ogni segmento può emettere le proprie azioni di settore o anche obbligazioni di settore. Il fatto che un'entità segmentata abbia o meno un fondo dipende in larga misura dal fatto che si persegua o meno una strategia d'investimento definita o semplicemente una strategia aziendale. 173

7.4 Transazioni con iZm Token

La FernFinG prevede fundamentalmente un diritto di recesso, anche se il consumatore non ha diritto di recesso nelle operazioni di vendita a distanza di servizi finanziari se i servizi finanziari oggetto del contratto sono soggetti a fluttuazioni del mercato finanziario che non sono influenzate dall'imprenditore e si trovano entro il periodo di recesso. La FernFinG richiede inoltre che il consumatore sia informato dell'esistenza o meno di un diritto di recesso; tuttavia, non vi è alcuna sanzione se non viene informato dell'inesistenza di un diritto di recesso, in quanto questo non dà luogo a un diritto di recesso. 174

Di maggiore importanza, tuttavia, è il diritto dei consumatori in materia di gettoni, che rappresentano il software nel senso di contenuto digitale e quindi di merce. Nel Liechtenstein tali gettoni sono registrati solo come valute virtuali ai sensi del diritto di vigilanza, che non necessitano di un'autorizzazione speciale ai sensi del diritto dei mercati finanziari per l'emissione o la distribuzione, poiché sono in gran parte 175

trattati come merce.²⁹⁶ Le transazioni relative a tali gettoni saranno regolarmente concluse mediante vendita a distanza, motivo per cui la FAGG e, in particolare, le sue disposizioni sul diritto di recesso sono più importanti della KSchG.

176 Tuttavia, può essere applicata un'eccezione al diritto di recesso ai sensi della FAGG. In particolare, le eccezioni di cui all'art. 19 cpv. 1 lett. b e lett. l FAGG vengono messe in discussione a questo proposito. Il consumatore non ha diritto di recesso ai sensi di quest'ultima disposizione della FAGG per l'acquisizione di contenuti digitali nelle vendite a distanza che non sono memorizzati su un supporto fisico di dati e in cui l'imprenditore, con l'espresso consenso del consumatore, ha iniziato l'esecuzione del contratto anticipatamente, prima della scadenza del periodo di recesso, dopo essere stato informato del diritto di recesso. La conferma del contratto concluso deve essere fornita su un supporto dati permanente. Oltre alla carta, i supporti dati permanenti comprendono anche chiavette USB, schede di memoria o persino e-mail. Tuttavia, la giustificazione di questa eccezione è accompagnata anche da un notevole sforzo amministrativo. Va notato che i gettoni su un portafoglio di hardware non devono essere considerati come contenuto digitale, ma come beni ai sensi della FAGG o della VRRRL.

177 Inoltre, l'unica eccezione rilevante sarebbe l'articolo 19, paragrafo 1, lettera b), della FAGG. In base a ciò, il consumatore non ha diritto di recesso se il contratto è concluso per beni o servizi il cui prezzo è soggetto alle fluttuazioni del mercato finanziario. Questo è da negare in ogni

²⁹⁶ A seconda del modello commerciale, può essere indicato solo l'obbligo di registrarsi come ufficio di cambio (prima dell'entrata in vigore della TVTG) o di registrarsi come fornitore di servizi di scambio di TI, cfr. anche il titolo II, capi II.2.9 e II.3.

caso nel caso di una transazione a prezzo fisso. Se il prezzo della merce era stato concordato in anticipo, era anche prevedibile. Il fatto che il prezzo sia ancora favorevole al momento della consegna è irrilevante in questo caso. Dipende quindi dalla volontà delle parti se si tratta di un'operazione a prezzo fisso per quanto riguarda i gettoni o se sono stati acquistati a scopo speculativo.

Tuttavia, non si può ipotizzare un nucleo speculativo ampio nelle transazioni dei consumatori che coinvolgono gettoni, poiché i gettoni hanno spesso una funzione intrinseca su una catena a blocchi e sono necessari per l'esecuzione di determinate transazioni o per il funzionamento di una catena a blocchi e sono anche necessari per la formazione del consenso. Questo deve essere tenuto in considerazione anche nell'acquisto di gettoni, poiché un utente che acquista un gettone per rendere utilizzabili i servizi in relazione a una catena di blocco e che a volte consuma anche i gettoni, non ha un interesse primario in una prestazione. Anche se un tale carattere speculativo può essere assunto per una specifica transazione relativa ai gettoni, i gettoni non costituiscono merce ai sensi del VRRL o del FAGG, motivo per cui questa eccezione al diritto di recesso non può essere applicata fin dall'inizio. Un'analogia con l'elettricità, l'acqua e il gas, che sono trattati come beni a condizione che siano venduti in un volume limitato o in una quantità specifica, dovrebbe essere respinta di conseguenza, in quanto ciò sarebbe in diretta contraddizione con il considerando 19 del VRRL: *"Analogamente ai contratti per la fornitura di acqua, gas o elettricità quando non sono offerti in vendita in un volume limitato o in una quantità specifica, o per la fornitura di teleriscaldamento, i contratti per il contenuto digitale che non sono messi a disposizione su un supporto fisico non dovrebbero essere considerati come contratti di vendita o contratti di servizi ai fini della presente direttiva"*. Anche i

contenuti digitali, come programmi per computer, giochi, film, musica, ecc. sarebbero quantificabili e, secondo la considerazione del legislatore dell'Unione, non dovrebbero essere trattati come beni; l'eccezione al diritto di recesso per quanto riguarda i contenuti digitali costituisce un'eccezione autonoma che non comunica con l'eccezione di cui all'art. 19 cpv. 1 lett. b FAGG. Questa eccezione non è quindi applicabile ai gettoni come contenuti digitali secondo la VRRRL, che possono rappresentare anche valute virtuali secondo la 5a direttiva GW.

- 179 Inoltre, come regola generale, va notato che i titoli stranieri, ad eccezione di quelli provenienti dall'Austria o dalla Svizzera, non sono esecutivi nel Liechtenstein, in quanto il Liechtenstein non ha firmato e ratificato le Convenzioni di Bruxelles e Lugano. In caso di controversie nel Liechtenstein da parte di persone non domiciliate nel Liechtenstein, è necessario un deposito cauzionale ai sensi dei §§ 56 e seguenti del ZPO (Codice di procedura civile) a garanzia delle spese processuali.
- 180 Inoltre, va anche notato in termini generali che anche una clausola di scelta della legge può essere invalida perché fuorviante, a meno che non vi sia un'indicazione che le disposizioni obbligatorie di protezione dei consumatori del paese di residenza del consumatore abbiano la precedenza (CGCE C-191/15, VKI/Amazon EU Sàrl: "Art. 3(3) L'art. 3, n. 1, della direttiva 93/13 deve essere interpretato nel senso che una clausola contenuta nelle condizioni generali del professionista che non è stata negoziata individualmente e che prevede che la legge applicabile ad un contratto concluso con un consumatore per via elettronica è la legge dello Stato membro in cui il professionista è domiciliato, è sleale nella misura in cui inganna il consumatore dandogli l'impressione che solo la legge di tale Stato membro sia applicabile al contratto senza informarlo che egli gode anche della tutela delle disposizioni

imperative della legge che sarebbe applicabile in assenza di tale clausola; spetta al giudice nazionale valutarlo alla luce di tutte le circostanze pertinenti.”

Infine, va notato che un servizio relativo ai gettoni nel senso di contenuti digitali può essere regolato a una soglia bassa, a seconda della forma specifica che assume, ma la stessa attività può essere rigorosamente regolamentata in altre giurisdizioni come la Germania, ad esempio, poiché le cosiddette unità di conto (come i gettoni) vi rappresentano anche strumenti finanziari e di conseguenza un sistema multilaterale di negoziazione dovrebbe essere approvato per la negoziazione di gettoni ai sensi della legge tedesca. 181

II. Offerte a gettoni e centri commerciali decentralizzati

1. Introduzione e oggetto dell'indagine

182 Mentre il lavoro di cui al titolo I. - Gettoni come diritti di valore - si occupa principalmente della natura di diritto civile dei gettoni e del loro trasferimento nel Liechtenstein, il presente documento si concentra sugli aspetti di vigilanza, soprattutto in relazione alle offerte di gettoni, tenendo conto in particolare degli atti giuridici europei. Il termine Offerte di gettoni è stato deliberatamente scelto in questo lavoro, poiché è il termine con il più alto grado di astrazione rispetto all'offerta di gettoni di diritto pubblico rilevante e la creatività rispetto alle creazioni di parole per un'emissione di gettoni sembra essere quasi inesauribile. Per gli addetti ai lavori nel settore della catena di blocco,²⁹⁷ questi termini non definiti legalmente di ICO (Initial Coin Offering following the IPO - "Initial Public Offering"; IPO), attraverso varianti di questi come DAICO (Offerta di Moneta Iniziale Autonoma Decentrata), IPCO (Offerta Pubblica Iniziale di Moneta), IEO (Offerta Iniziale di Scambio), IDO (Offerta Iniziale DEX) o ITO (Offerta Iniziale a Gettone), il termine più tecnico TGE (Token Generating Event) fino a valutazioni che anticipano la valutazione legale in merito alla classificazione, come ETO (Equity Token Offering), ACO (Accredited Coin Offering) o STO (Security Token Offering).

183 Questi termini sono molto eterogenei e si deve sempre valutare in ogni singolo caso se i modelli di business basati su catene di blocco e il design o la struttura del token implicano l'approvazione ai sensi della

²⁹⁷ Il termine "catena a blocchi" è usato in questo documento come pars pro toto per la Distributed Ledger Technology.

legge sui mercati finanziari. I suddetti termini non hanno nemmeno necessariamente in comune un'offerta pubblica o privata di gettoni. Questo può significare anche solo la generazione tecnica di gettoni²⁹⁸, o la generazione di gettoni nel corso della cosiddetta estrazione mineraria, che è comune²⁹⁹ nei meccanismi di prova del lavoro. Il protocollo Bitcoin, ad esempio, si basa sul già citato meccanismo di proof-of-work e prevede che ogni blocco generi 50 nuovi Bitcoin, per cui questo numero di Bitcoin di nuova creazione viene dimezzato ogni 210.000 blocchi e la

²⁹⁸ Cfr. il rapporto di consultazione del governo sulla creazione di una legge sui sistemi di transazione basati su tecnologie affidabili (VT) (Blockchain law; VT law; VTG) e la modifica di altre leggi, che è stata approvata dal governo il 28.08.2018 e per la prima volta opera una rigorosa distinzione tra produttore di gettoni e emittente di gettoni. Ai sensi dell'art. 2 cpv. 1 lett. 1 TVTG nella versione modificata dal Foglio federale 2019/54, per emittente di gettoni si intende una persona che offre gettoni a proprio nome e per proprio conto o per conto di terzi, o che emette gettoni a nome di terzi - a nome di un committente che stipula un contratto di procura (ossia il negozio giuridico bilaterale dell'ordine nel rapporto interno e una procura con effetto nel rapporto esterno) - per conto di terzi. Una tale rappresentazione diretta o aperta con effetti giuridici degli atti del rappresentante per la parte rappresentata corrisponderebbe essenzialmente a un'operazione di collocamento in relazione a strumenti finanziari - cfr. BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft, 10.12.2009, modificato da ultimo il 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091211_tatbestand_platzierungsgeschaeft.html

²⁹⁹ Anche PoW; si tratta di una descrizione semplificata della fornitura di potenza di calcolo per la risoluzione di alcuni calcoli crittografici, per cui i blocchi vengono creati e forniti alla catena di blocchi quando i compiti sono risolti. Questi nuovi blocchi vengono utilizzati per confermare le transazioni ed emettere nuovi gettoni. Ci sono anche altri meccanismi come la prova di presa (PoS) e le forme ibride; sa *Buterin*, <https://bitcoinmagazine.com/articles/what-proof-of-stake-is-and-why-it-matters-1377531463/>, convocata il 15.09.2019, 16:31.

più piccola sottounità, 1 Satoshi³⁰⁰, è indivisibile.³⁰¹ Illustrato attraverso una sequenza geometrica, si presenta come segue:

$$\frac{\sum_{i=0}^{32} 210\,000 \left[\frac{5\,000\,000\,000}{2^i} \right]}{100\,000\,000} = \frac{209\,999\,999\,769}{10\,000} = 2.09999999769 \times 10^7$$

184 Ciò comporta il limite di 21 milioni di Bitcoin arrotondati (esattamente 20'999'999.9769 BTC³⁰²), per cui i 50 Bitcoin del blocco Genesis non sono

³⁰⁰ 0.0000000001 BTC, dal nome del minaccioso inventore del protocollo Bitcoin, *Satoshi* Nakamoto Cfr. il Bitcoin Whitepaper, <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, visitato il 15.09.2019, 16:31.

³⁰¹ <https://github.com/trottier/original-bitcoin/blob/master/src/main.cpp> convocato il 15.09.2019, 16:31.

³⁰² Ciò è dovuto all'elevata frammentazione nella divisione e alla limitazione del numero di bit del Bitcoin all'ottava cifra dopo la virgola decimale.

trasferibili³⁰³ e altre irregolarità hanno portato anche a Bitcoin non trasferibili.³⁰⁴

A questo proposito, tuttavia, la produzione (tecnica) e la commercializzazione di tali gettoni non servono necessariamente allo scopo di capitalizzazione sul mercato finanziario o di finanziamento delle imprese, ma i gettoni emessi possono anche avere semplicemente uno scopo inerente al modello commerciale a catena di blocco - un'utilità - che, secondo il diritto del Liechtenstein, non avrà regolarmente conseguenze normative troppo grandi. Si deve quindi considerare se i gettoni vengono offerti nel corso della raccolta di fondi (cioè l'offerta di gettoni) o se i gettoni rappresentano effettivamente un contenuto digitale nel senso di dati o software come merce e sono venduti con intento commerciale (cioè la vendita di gettoni). 185

Di conseguenza, tuttavia, anche la tentata definizione giuridica contenuta nel progetto di relazione del regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding (ECSP) sembra essere errata, in quanto si basa esclusivamente sulle valute virtuali e, nella precedente dizione della TVTG modificata dalla legge federale sul crowdfunding del 186

³⁰³ https://en.bitcoin.it/wiki/Genesis_block convocato il 15.09.2019, 16:31; anche per questo motivo i PF possono essere distrutti con trasferimenti all'indirizzo 0x0 (cosiddetto "burning"), poiché nessuno ha la chiave privata di questo indirizzo.

³⁰⁴ <https://bitcoin.stackexchange.com/questions/38994/will-there-be-21-million-bitcoins-eventually> aufgerufen am 15.09.2019, 16:31; https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supply https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supply, aufgerufen am 15.09.2019, 16:31.

2019/54,³⁰⁵³⁰⁶ sui gettoni di pagamento. L'ECSP afferma letteralmente: *''Initial Coin Offering o ICO' significa raccogliere fondi dal pubblico in modo dematerializzato utilizzando monete o gettoni che vengono messi in vendita per un periodo di tempo limitato da un'impresa o da un individuo in cambio di fiat o valute virtuali.*³⁰⁷

- 187 Tuttavia, questa formulazione non tiene conto delle molteplici varianti di design dei gettoni, che possono rappresentare tutti i diritti in linea di principio. Giustificatamente, le ICO sono state cancellate nella relazione finale. Se da un lato si ritiene che le ICO abbiano ancora una componente di finanziamento, che potrebbe essere di particolare interesse per le PMI, dall'altro si riconosce anche che, a parte la classificazione secondo il diritto del mercato dei capitali, la tecnologia può, ad esempio, accelerare il trasferimento tecnologico. È stato riconosciuto per tempo che l'inclusione delle OIC nell'ECSP non risolve le incertezze giuridiche

³⁰⁵ Relazione e applicazione 2019/54 del Governo al Parlamento del Principato del Liechtenstein in merito alla creazione di una legge sui gettoni e sui fornitori di servizi di TVT (legge sui gettoni e sui fornitori di servizi di TVT; TVTG) e alla modifica di altre leggi; art. 2 cpv. 1 lit. d TVTG-BuA ("TVTG").

³⁰⁶ Nel BuA 2019/93, pag. 23, il gettone di pagamento è stato nuovamente cancellato.

³⁰⁷ Progetto di relazione sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di finanziamento del crowdfunding (ECSP) per le imprese (COM(2018)0113 - C8-0103/2018 - 2018/0048(COD)), 10.08.2018, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdf, S 28.

ad essa associate e si afferma inoltre che la Commissione europea potrebbe proporre in futuro una legislazione quadro globale dell'UE basata su una valutazione d'impatto approfondita.³⁰⁸

La domanda di ricerca concreta di questo documento è quindi: *quando è disponibile un'offerta gettoniera e come vengono trattate le offerte gettoniere nel diritto di vigilanza del Liechtenstein? La sotto-domanda concreta è: i gettoni possono rappresentare anche depositi, moneta elettronica o strumenti finanziari? In che modo questi tre regolamenti sono in relazione tra loro e in che modo si differenziano dalle valute virtuali?* In questo contesto, si deve tener conto anche del quadro giuridico del diritto dell'Unione. In particolare, il lavoro si concentrerà sulle offerte di gettoni attraverso i cosiddetti centri di negoziazione decentralizzati o mercati decentralizzati. 188

³⁰⁸ Relazione sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di finanziamento del crowdfunding (ECSP) per le imprese (COM(2018)0113 - C8-0103/2018 - 2018/0048(COD)), A8-0364/2018, 09.11.2018, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0364_EN.html, S 8 und 9 (Rz 11a und 15a).

EtherDelta³⁰⁹, IDEX³¹⁰, Token Store³¹¹ o la Stellar Decentralized Exchange (DEX)³¹² sono esempi di luoghi di negoziazione decentralizzati, sui quali possono essere negoziati i titoli completamente decentralizzati, cioè peer-to-peer (p2p), le valute criptate o i gettoni, a volte anche i gettoni che rappresentano gli strumenti finanziari.³¹³ La messa in comune degli interessi può essere effettuata dal rispettivo protocollo di

³⁰⁹ <https://etherdelta.com/> chiamata il 15.09.2019, 16:21; uno scambio senza motore di corrispondenza (bacheca), sul quale gli utenti devono creare gli ordini.

³¹⁰ <https://idex.market/> chiamata il 15.09.2019, 16:21. IDEX mantiene il portafoglio ordini fuori catena (centrale), così come 0x - <https://0x.org/>, chiamata il 15.09.2019, 16:22. AirSwap, invece, ha un portafoglio ordini decentralizzato, <https://www.airswap.io/> chiamata il 15.09.2019, 16:22. Altri cosiddetti "cripto-scambi" non hanno alcun portafoglio ordini nel senso convenzionale, ad esempio Uniswap, <https://uniswap.io/>, chiamato il 15.09.2019, 16:23, Bancor, <https://www.bancor.network/> chiamato il 15.09.2019, 16:23, Kyber, <https://kyber.network/> chiamato il 15.09.2019, 16:23, o DutchX, <https://dutchx-rinkeby.d.exchange/> chiamato il 15.09.2019, 16:24, (uno scambio basato su un'asta olandese - asta inversa o asta con prezzi in calo).

³¹¹ <https://token.store/> visitato il 15 settembre 2019, 16:24.

³¹² <https://stellarterm.com/> convocata il 15.09.2019, 16:21; La Stellar DEX memorizza il portafoglio ordini a catena, elabora le transazioni a catena e ha integrato il matchmaking nel protocollo Stellar.

³¹³ A differenza delle Borse in cui il portafoglio ordini, il matching e il regolamento vengono creati o eseguiti off-chain, ad esempio OpenFinance Network ATS, <https://www.openfinance.io/>, accessibile il 15.09.2019, 16:24. Oltre alle Borse per strumenti finanziari, esistono anche intermediari centrali per gettoni che non sono né strumenti finanziari, né e-money né depositi - ad esempio Binance (<https://www.binance.com/>, accessibile il 15.09.2019, 16:25), Kraken (<https://www.kraken.com/>, chiamato il 15.09.2019, 16:25), Bittrex (<https://international.bittrex.com>, chiamato il 15.09.2019, 16:25), Coinbase (<https://www.coinbase.com/>, chiamato il 15.09.2019, 16:25), Poloniex (<https://poloniex.com/> chiamato il 15.09.2019, 16:26), ecc.

rete - la catena di blocchi stessa - e tale piazza di negoziazione decentralizzata si differenzia dal mercato dei capitali organizzato in quanto non è gestita da un intermediario centrale, ma dalla somma degli utenti della rete - cioè dalla rete come organizzazione autonoma decentralizzata. In questo contesto, è necessario indagare anche la seguente sottodomanda: *Le regolamentazioni dei mercati finanziari si applicano ai centri di negoziazione decentralizzati - e in caso affermativo, in che forma o in che misura e in che modo queste regolamentazioni si differenziano da quelle dei centri di negoziazione organizzati?*

1.1 Valutazione del diritto dei mercati finanziari dei modelli di business basati sul DLT

Ai sensi dell'art. 4 della FMAA, l'Autorità per i mercati finanziari del Liechtenstein persegue gli obiettivi di *garantire la stabilità del mercato finanziario del Liechtenstein, di proteggere i clienti, di prevenire gli abusi e di attuare e rispettare gli standard internazionali riconosciuti*. Il diritto dei mercati finanziari persegue quindi una *"regolamentazione neutrale dal punto di vista tecnologico, basata sul rischio e non discriminatoria per gli attuali partecipanti al mercato"*³¹⁴. Anche i modelli di business basati su DLT o block-chain possono rientrare nell'ambito della regolamentazione dei mercati finanziari, per cui si segue un approccio funzionale, il che significa che ogni modello o struttura di gettone viene analizzato caso per caso (ad es. generazione di gettoni nel contesto di un'offerta di gettoni).

³¹⁴ Cfr. i compiti della FMA del Liechtenstein - <https://www.fma-li.li/de/kundenschutz.html>, convocata il 15.09.2019, 16:21; FMA Liechtenstein, L'innovazione come sfida - e come opportunità, 20.07.2017, <https://www.fma-li.li/de/news/20170920-innovation-als-herausforderung-und-als-chance.html?comefrom=career>

190 Il disegno economico concreto di un gettone e la conseguente qualificazione giuridica è quindi il fulcro della vigilanza. Occorre sempre distinguere tra modello di business e design a gettoni. Un token non deve necessariamente essere uno strumento finanziario, ma il modello commerciale può comunque essere soggetto a una speciale approvazione legale, che è soggetta alla vigilanza della FMA (Autorità per i mercati finanziari del Liechtenstein) ai sensi della FMAG. D'altro canto, è anche possibile che il modello commerciale non sia regolamentato dalla legge sui mercati finanziari, ma un token è uno strumento finanziario, che è quindi soggetto a determinate restrizioni, ad esempio nella distribuzione, o richiede un prospetto.

191 L'approccio tecnologicamente neutrale non solo è decisivo nella valutazione della FMA, ma questo aspetto è stato preso in considerazione anche nella TVTG. Pertanto, il termine giuridico generico di tecnologie affidabili o sistemi tecnologici affidabili ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 1, lettere a e b della TVTG comprende generalmente anche le varianti di implementazione tecnica della tecnologia di Ledger Distributed Ledger. Ciò va inteso alla luce del fatto che l'attuale o presunta affidabilità di una catena a blocchi non deve più necessariamente essere data in futuro (ad es. è concepibile che il progresso tecnologico nella tecnologia quantistica possa portare ad un significativo aumento della potenza di calcolo).³¹⁵ La fiducia riposta nel mercato finanziario classico in un intermediario finanziario centrale, qualificato e affidabile o in un istituto finanziario adeguato diventa obsoleta con tecnologie decentralizzate di questo tipo, poiché tale fiducia viene sostituita dalla somma

³¹⁵ Cfr. BuA 2019/54, pagg. 44 e 56, cfr. anche Prospetto del fondo Postera, pag. 101.

degli utenti della rete, che a loro volta confermano la correttezza delle rispettive transazioni e quindi la possibilità di compromessi o di corruzione è trascurabile una volta che la rete raggiunge una certa dimensione.³¹⁶ Tuttavia, la fiducia non è garantita esclusivamente dalla tecnologia, ma deriva dalle funzioni crittografiche in combinazione con il decentramento, che è una proprietà intrinseca della tecnologia, ma è in ultima analisi dovuta ai singoli utenti della rete; ci sono alcune catene di blocchi che hanno un numero così basso di partecipanti e quindi un tasso di hashish così basso che possono essere compromessi dalla potenza di calcolo delle singole server farm, che possono essere affittate con breve preavviso. Il soggetto della fiducia è quindi in realtà la somma degli utenti di una rete - cioè il collettivo - e non la tecnologia in quanto tale, che in questo senso rappresenta solo il mezzo per un fine, l'oggetto su cui la fiducia è proiettata. A questo proposito, la denominazione della TVTG può essere contestata, poiché la tecnologia non è né affidabile né inaffidabile e non si deve dare l'impressione che i sistemi tecnologici esistenti non siano affidabili.³¹⁷

1.2 Pratica ufficiale dell'Autorità per i mercati finanziari del Liechtenstein

La FMA del Liechtenstein richiama l'attenzione sulla potenziale applicabilità delle norme dei mercati finanziari ai modelli di business basati su blocchi o gettoni. A seconda della loro forma concreta, i gettoni possono quindi rappresentare diritti di adesione o di debito e, per il loro carattere di investimento, possono costituire strumenti finanziari se

³¹⁶ Cfr. <https://en.bitcoin.it/wiki/Weaknesses>, convocato il 15.09.2019, 16:40, per vari punti deboli come gli attacchi della maggioranza o della Sibilla.

³¹⁷ Cfr. la terminologia del TVTG BuA 2019/54, pag. 56 e segg.

sono soddisfatti ulteriori criteri. Di norma, i servizi relativi a strumenti finanziari necessitano di un'approvazione legale speciale da parte della FMA ai sensi del diritto dei mercati finanziari, e può essere richiesto un prospetto dei titoli anche per l'emissione di gettoni rappresentativi di strumenti finanziari.³¹⁸

- 193 La FMA ha commentato anche le valute virtuali come il Bitcoin. Di conseguenza, le valute virtuali sono una rappresentazione digitale di valori che hanno alcune analogie con il corso legale. Di³¹⁹ conseguenza, le valute crittografiche come BTC o ETH hanno una funzione che rappresenta il mezzo di pagamento (l'art. 2 cpv. 1 lett. 1 DDA assegna anche una funzione di mantenimento del valore alle valute virtuali in relazione all'attività di un ufficio di cambio di valuta che scambia il corso legale con le valute virtuali).³²⁰ Ciò è essenziale per la distinzione tra

³¹⁸ FMA Fact Sheet "Initial Coin Offering" del 10.09.2017, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-faktenblatt-ico.pdf>, ultimo aggiornamento il 01.10.2018

³¹⁹ Scheda informativa della FMA sulle valute virtuali, aggiornata da ultimo il 16 febbraio 2018, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-faktenblatt-virtuelle-waehrungen.pdf>

³²⁰ Cfr. BuA 2016/159, pag. 31, secondo cui l'oro di World of Warcraft non dovrebbe essere una moneta virtuale (nel senso del GSP) a causa della mancanza di possibilità di scambio per il denaro fiat. A questo proposito sono critici *Nägele/Bergt*, *Cryptocurrencies e Blockchain Technology nel diritto di vigilanza del Liechtenstein, Regulatory Grey Zone?*, p. 63 (p. 65 f). Anche la BCE ha affrontato la questione e ha dichiarato quanto segue: *"Tuttavia, sembra esserci un mercato nero per l'acquisto e la vendita di oro WoW al di fuori dello schema di valuta virtuale"*, ECB, *Virtual Currency Schemes*, ottobre 2012, p. 13, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>.

gettoni e moneta elettronica, in quanto la moneta elettronica non è destinata a scopi di risparmio o di investimento.³²¹

Nella sua attuale prassi ufficiale, l'Autorità per i mercati finanziari del Liechtenstein segue un approccio tecnologicamente neutrale, come già spiegato. Ciò significa che valuta legalmente modelli di business concreti o modelli economici sulla base di un approccio funzionale.³²² 194

Per quanto riguarda la classificazione legale dei gettoni, l'Autorità per i mercati finanziari segue in larga misura la nomenclatura internazionale standard e differenzia di conseguenza tra gettoni di utilità o di materie prime, titoli o titoli azionari e gettoni di pagamento o monete metalliche. Va notato, tuttavia, che questa denominazione economicamente influenzata può essere utilizzata solo come indicatore non vincolante per la classificazione legale. I suddetti termini tecnici non sono ancorati alla legislazione e sono talvolta definiti dalle autorità competenti in termini di diritto di vigilanza in modo diverso rispetto, ad esempio, al diritto fiscale. Da un punto di vista legale, è importante notare che sia un eventuale gettone da emettere che il modello economico sottostante di un'azienda devono essere valutati separatamente. I 195

³²¹ Cfr. i capitoli II.2.2.2, II.2.7 e II.2.9 particolare anche in relazione al caso EFTA E-9/17 (Falkenhahn AG e FMA Liechtenstein).

³²² Cfr. FMA, Innovation as a challenge - and as an opportunity, 20.09.2017, <https://www.fma-li.li/de/news/20170920-innovation-als-herausforderung-und-als-chance.html?comefrom=career>, convocato il 15.09.2019, 16:42.

³²³ Cfr. *Bont*, "Cryptocurrencies - and what do the regulators do the regulators do", Foglio informativo della FMA, 26.10.2017, pag. 7 e Direttive della FINMA del 16.02.2018 per le richieste di assoggettamento relative alle offerte iniziali di monete (OIC), <https://www.finma.ch/de/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>, pag. 2 segg.

gettoni di sicurezza rappresentano per lo più strumenti finanziari, mentre le monete metalliche in valuta hanno una funzione rappresentativa del contante e servono quindi come mezzo di scambio, ma non rappresentano necessariamente uno strumento di pagamento nel contesto del diritto dei mercati finanziari.

196 Per quanto riguarda i gettoni di utilità, che non sono legalizzati in questa forma, come le altre definizioni, l'approccio di una definizione negativa è generalmente seguito nella pratica dal punto di vista della vigilanza. Di conseguenza, i gettoni di utilità che non sono né strumenti finanziari ("gettoni di sicurezza") né moneta elettronica (in particolare i cosiddetti "stablecoins", che sono depositati in monete fiat e soddisfano anche gli altri requisiti della moneta elettronica) e non rappresentano depositi sono chiamati gettoni di utilità³²⁴. Inoltre, l'equiparazione dei gettoni di utilità alle materie prime non è probabilmente chiara, poiché le valute virtuali e i gettoni saranno soggetti a requisiti normativi più elevati rispetto alle materie prime, soprattutto dopo l'entrata in vigore della TVTG. Tuttavia, tali gettoni di utilità o di merce, che sono in gran parte non regolamentati dal diritto del Liechtenstein, possono essere considerati classicamente come contenuti digitali ai sensi della FAGG³²⁵ o come valute virtuali ai sensi della 5a direttiva GW.

197 Tali gettoni consentono regolarmente l'accesso a determinate piattaforme o, in una funzione simile al coupon, consentono l'acquisto scon-

³²⁴ *Bergt/Esneault/Feldkircher/Nägele*, National legal & regulatory frameworks in selected European countries, Country Analysis Liechtenstein in The Regulation of Tokens in Europe Parts A & B: The EU legal and regulatory framework, Juni 2019, S 117 (S 122).

³²⁵ Vedi Titolo I. Capitolo I.6.

tato di prodotti e/o servizi o contengono diritti o funzioni simili. Tuttavia, i token comprendono anche i puri token protocollari, che consentono il funzionamento di una catena di blocchi e la costruzione di un consenso sulla stessa, o i cosiddetti asset o asset-backed token, che, ad esempio, rappresentano la richiesta di restituzione di un oggetto e quindi rappresentano un documento tradizionale di diritto civile o un titolo di proprietà di una merce (o, in assenza di carattere documentario, un diritto di proprietà). Da un punto di vista normativo, tutti questi gettoni sono i cosiddetti Commodity Tokens, anche se rappresentano diritti diversi e non merce a sé stante. Questo è uno dei motivi per cui ha senso analizzare i gettoni caso per caso, anche se i termini sopra elencati si sono affermati in questo settore e di solito contengono un nucleo rilevante.

2. Analisi del diritto dei mercati finanziari dei gettoni

Di seguito verranno presi in considerazione aspetti di vigilanza particolarmente rilevanti in relazione all'offerta di gettoni, con un focus tematico sui sistemi di negoziazione decentralizzata, gli strumenti finanziari, le attività di deposito e l'e-money business. Infine, va notato che, data la rapida evoluzione di questa materia e la natura volutamente aperta della questione, una trattazione finale della questione andrebbe, se possibile, ben oltre lo scopo di questo lavoro. L'obiettivo è quindi quello di creare un campo di vista scientificamente elaborato, ma allo stesso tempo praticamente rilevante, sulle offerte di gettoni e sui centri di negoziazione decentralizzati e di distinguere tra le valute virtuali e le operazioni di deposito, il concetto di moneta elettronica e gli strumenti finanziari. L'approccio sistematico rispetto alla discussione accademica del presente studio segue essenzialmente la cascata di licenze

198

di vigilanza, considerata dogmaticamente sensata, che viene seguita anche dalla FMA Liechtenstein in termini di organizzazione, come si può vedere da uno sguardo ai settori soggetti alla vigilanza della FMA Liechtenstein (Banche; Titoli e mercati; Assicurazioni e fondi pensione³²⁶ e prevenzione del riciclaggio di denaro e altri intermediari finanziari), così come le leggi che la FMA Liechtenstein deve attuare in questo contesto.

2.1 Caratteristiche e campo di applicazione della BankG

199 Poiché le autorizzazioni previste dalla legge sulle banche sono strutturate a cascata come sopra descritto, è importante notare che un'autorizzazione come banca o istituto di credito ha la massima priorità. Di conseguenza, una licenza bancaria esonera fundamentalmente una banca dall'autorizzazione come impresa d'investimento, istituto di moneta elettronica o di pagamento o altro intermediario finanziario. Naturalmente, devono essere rispettate le norme (macroprudenziali) che prevedono una separazione dei compiti e una banca non può riunire tutte le attività finanziarie in una sola persona (parola chiave: misure contro "troppo interconnesse per fallire" e "troppo grandi per fallire").

³²⁶ Il settore assicurativo non sarà trattato ulteriormente in questo documento, in quanto andrebbe al di là dell'ambito del presente studio. A questo proposito, va solo sottolineato che i prodotti assicurativi possono essere rappresentati anche sotto forma di gettoni, e che anche le applicazioni basate su catene a blocchi possono essere interessanti nel settore assicurativo. A questo proposito, è solo necessario sottolineare che Solvency II, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/138/oj>, o la legge sulla vigilanza assicurativa del Liechtenstein e l'IDD, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2016/97/oj>, così come l'attuazione anticipata del Liechtenstein (in assenza di una decisione del Comitato misto SEE di incorporarli nell'acquis SEE) nella legge sui contratti di assicurazione possono essere potenzialmente rilevanti per tali modelli di business.

La legge bancaria si applica alle ³²⁷banche e alle imprese d'investimento, 200
ai mercati regolamentati, agli operatori del settore multilaterale o

³²⁷ Capitale minimo secondo l'art. 24 cpv. 1 LBCR CHF 10 milioni per le banche e CHF 730'000.00 per le (grandi) imprese di investimento o il controvalore in euro o in dollari USA (CHF 125'000.00 per le imprese di investimento con poteri amministrativi secondo l'art. 30v cpv. 1 lett. a LBCR) La commissione annuale di vigilanza per le banche ammonta a un minimo di CHF 100'000.00 e a un massimo di CHF 250'000'000.00 o CHF 1'000'000.000.00 per i gruppi bancari sottoposti a vigilanza su base consolidata (allegato 1 parte I sezione A dell'AFG). Per le imprese di investimento, la tassa di vigilanza ammonta ad almeno CHF 50 000.00 pa o CHF 15 000.- per le imprese di investimento con poteri amministrativi. La commissione di vigilanza massima per le imprese di investimento ammonta a CHF 120 000.- all'anno (CHF 100 000.- per le imprese di investimento con autorità amministrativa) e a CHF 500 000.- per i gruppi di imprese di investimento (CHF 250 000.- per i gruppi di imprese di investimento con autorità amministrativa) - cfr. allegato 2, parte I, sezione B, dell'AFC. La commissione di base per le società di gestione patrimoniale ammonta invece a CHF 5'000.00 all'anno e al massimo a CHF 100'000.00 (allegato 2 parte II sezione A dell'AFG). Si noti che le banche devono rispettare i seguenti requisiti patrimoniali (coefficienti patrimoniali e composizione del patrimonio di vigilanza): 3. Hard core capital (Core Equity Tier 1 (CET1); 4.5 %), strumenti di capitale ai sensi dell'art. 28 CRR ed eventualmente dell'art. 29 CRR (ad es. azioni); fondi

propri di base supplementari (Tier 1 aggiuntivo (AT1); 1,5 %), strumenti di capitale ai sensi dell'art. 51 o dell'art. 61 CRR (ad es. obbligazioni subordinate specifiche / obbligazioni convertibili potenziali - "CoCos"); capitale supplementare (Tier 2 (T2); 1,5%), strumenti di capitale e prestiti subordinati ai sensi dell'art. 63 e segg. o dell'art. 71 CRR (ad es. obbligazioni subordinate / "CoCos"); riserva di conservazione del capitale ai sensi dell'art. 129 CRD IV e 4a LBCR (2,5% sotto forma di fondi propri di base); Possibile requisito patrimoniale supplementare del 2° pilastro ai sensi dell'art. 104 della CRD IV (il precedente corrisponde al 1° pilastro) per la copertura di altri rischi non coperti dal 1° pilastro, ad es. a causa di un modello commerciale ad alto rischio; buffer di capitale anticiclico (CCB) specifico dell'istituto ai sensi dell'art. 130 CRD IV / art. 4a e segg. della legge bancaria (attualmente 0 % per il Liechtenstein); buffer di rischio sistemico ai sensi dell'art. 133 CRD IV / art. 7i Ordinanza sulle banche (2,5% degli attivi ponderati per il rischio); sono possibili buffer aggiuntivi per gli istituti globali o altri istituti sistemicamente rilevanti (il buffer G-SRI/O-SRI è fissato dalla FMA per gli istituti sistemicamente rilevanti; fino al 2% degli attivi ponderati per il rischio. Oltre ai requisiti di solvibilità, devono essere rispettati anche i requisiti di liquidità.

sistemi³²⁸organizzati di negoziazione, imprese di investimento con poteri amministrativi³²⁹, imprese locali, organismi di investimento collettivo, imprese di assicurazione e tutte le persone che detengono strumenti derivati su materie prime negoziati in sedi di negoziazione o contratti OTC economicamente equivalenti.³³⁰³³¹

³²⁸ La tassa per l'autorizzazione di un MTF o OTF presso la FMA ammonta a CHF 30'000.00 (allegato 1 sezione A n. 1 lit o e p della legge sulle FMA). Pertanto, per la gestione di una sede di negoziazione devono essere ottenute due licenze - prima la licenza per un'impresa di investimento, e poi la licenza per il sistema multilaterale di negoziazione e/o il sistema organizzato di negoziazione che tale impresa di investimento gestisce. Un'impresa di investimento può gestire sia sistemi multilaterali di negoziazione che sistemi organizzati di negoziazione, purché siano mappati su sistemi separati. Le commissioni annuali di vigilanza per i sistemi multilaterali di negoziazione e/o gli OTF ammontano a un minimo di CHF 50'000.00 e a un massimo di CHF 120'000.00 o di CHF 500'000.00 se esistono rappresentanze o succursali estere soggette a vigilanza su base consolidata (allegato 2, titolo I, sezione H dell'AFC).

³²⁹ Capitale minimo CHF 125'000.00 secondo l'art. 30v cpv. 1 lit. a BankG (media impresa di investimento). La piccola società d'investimento è regolamentata a livello nazionale nell'AMA (società di gestione patrimoniale) e dispone di un capitale minimo di CHF 100'000.00 o del controvalore in euro o in USD ai sensi dell'art. 8 cpv. 2 lett. a AMA. Confrontare la divisione tripartita delle imprese di investimento di cui all'art. 28 cpv. 2 in combinato disposto con l'art. 29 cpv. 1 e 3 della CRD IV. La tassa di licenza presso la FMA ammonta a CHF 100'000.00 per le banche, a CHF 30'000.00 per le società d'investimento e le società d'investimento con autorità amministrativa e a CHF 10'000.00 per le società di gestione patrimoniale (allegato 1, sezione A, n. 1 lit. a e b, e sezione B, n. 1 della FMA). Sono inoltre previste tasse per il ritiro della licenza e la scadenza della licenza.

³³⁰ "Over the counter"; negoziazione fuori borsa.

³³¹ Art. 2 Legge sulle banche.

Da un lato, le operazioni bancarie sono i classici compiti fondamentali delle banche, come l'accettazione di depositi o di altri fondi rimborsabili (attività di responsabilità civile)³³², il prestito di fondi a un gruppo non definito di debitori o le operazioni di prestito (attività di credito).³³³ Tuttavia, oltre alla prestazione di servizi di investimento e di servizi accessori,³³⁴ l'emissione di moneta elettronica³³⁵ e l'esecuzione di servizi di pagamento³³⁶ costituiscono anche operazioni bancarie.

202 Le attività di prestito e di raccolta di depositi sono le attività effettive riservate alle banche e agli istituti di credito CRR. Ai sensi dell'art. 2 cpv. 1 CRD, il campo di applicazione della direttiva si estende ai cosid-

³³² L'articolo 3(3)(a) della legge bancaria fa qui erroneamente riferimento all'accettazione di depositi e (invece di "o") altri fondi rimborsabili. Ciò si basa sull'Allegato I N. 1 della Direttiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza degli enti creditizi e delle imprese di investimento (CRD IV), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2013/36/oj>; il termine "attività di prestito" è utilizzato perché incide sul lato dell'attivo dello stato patrimoniale.

³³³ Art. 3 cpv. 3 lett. b LBCR, allegato I n. 2 della CRD IV; l'attività di deposito incide sul lato passivo del bilancio, l'attività di prestito sul lato attivo.

³³⁴ Art. 3 cpv. 3 lett. d in relazione all'Allegato 2 Sezioni A e B della legge bancaria; Allegato I n. 7-9, n. 11-12 CRD IV e Allegato I Sezioni A e B della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID II), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>.

³³⁵ Articolo 3, paragrafo 3, lettera f), della legge bancaria; articolo 3, paragrafo 1, lettera c), punto 2, del trattato CE; punto 15 dell'allegato I della CRD IV.

³³⁶ Art. 3 (3) ZDG; allegato I n. 4 della CRD IV.

detti istituti. Un istituto è un ente creditizio o un'impresa di investimento ai sensi del CRR.³³⁷ L'art. 4 cpv. 1 riga 1 CRR definisce gli istituti di credito come imprese la cui attività consiste nel ricevere depositi o altri fondi rimborsabili³³⁸ dal pubblico e nel concedere crediti per conto proprio (anche istituto di credito CRR³³⁹). Le imprese di investimento CRR, invece, si definiscono come entità giuridiche che svolgono professionalmente servizi di investimento per conto terzi e/o attività di investimento.³⁴⁰ Fanno eccezione a questa definizione gli enti creditizi, le

³³⁷ Art. 3 comma 1 n. 3 della CRD IV in combinato disposto con l'art. 4 comma 1 n. 3 del Regolamento UE 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento (CRR), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/575/oj>.

³³⁸ Il CRR presuppone quindi correttamente, ma contrariamente alla CRD IV, che i depositi o (non e) altri fondi rimborsabili saranno accettati nell'attività di raccolta dei depositi.

³³⁹ Si noti che la BCE è responsabile dell'autorizzazione degli enti creditizi ai sensi dell'articolo 4 in combinato disposto con l'articolo 14 del regolamento sul meccanismo di vigilanza unico (MSM), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/1024/oj>. Tuttavia, sulla base dell'art. 2 n. 1 del Regolamento SSM, ciò si applica solo all'area dell'euro, a meno che non sia stata decisa una stretta collaborazione tra la BCE e l'autorità nazionale competente. Al 15.09.2019 non esistono decisioni di questo tipo e pertanto la FMA continua ad essere l'autorità competente per l'autorizzazione delle banche nel Liechtenstein.

³⁴⁰ Art 4 (1) n. 2 CRR in combinato disposto con l'art. 4 (1) n. 1 della Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID I), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2004/39/oj>, oppure Art 4 (1) n. 1 MiFID II.

imprese locali³⁴¹ e le imprese di investimento ai sensi dell'art. 29 cpv. 1 LRD³⁴² o dell'art. 29 cpv. 3 LRD³⁴³.

2.2 Offerte a gettoni e operazioni bancarie

203 Di seguito, le offerte di gettoni saranno analizzate dal punto di vista delle transazioni bancarie. Come già detto, ciò include le operazioni attive e passive riservate alle banche, da³⁴⁴ un lato, e altri servizi come i servizi di investimento e i servizi accessori, l'emissione di moneta elettronica, ecc.³⁴⁵ Di seguito verranno analizzate le attività riservate in particolare alle banche.

2.2.1 Attività bancaria (attività di deposito)

³⁴¹ Le società che operano sui mercati dei derivati e del contante per conto proprio esclusivamente per le posizioni di copertura sui mercati dei derivati; art. 1 n. 4 CRR e art. 30u Legge sulle banche.

³⁴² Imprese di investimento con autorità amministrativa ai sensi dell'art. 30v BankG, che sono autorizzate a gestire fondi o titoli per i clienti (impresa di investimento di medie dimensioni).

³⁴³ Le imprese d'investimento che non sono autorizzate a detenere fondi o titoli dei clienti, né possono operare per conto proprio o assumere impegni di sottoscrizione, ma possono fornire solo i servizi d'investimento elencati nell'allegato I Sezione A, sezione A, nn. 1, 2, 4 e 5 della MiFID II (allegato 2 Sezione A, paragrafo 1, nn. 1, 2, 4 e 5 della legge bancaria) (piccole imprese d'investimento; per il Liechtenstein, società di gestione patrimoniale)

³⁴⁴ Articolo 1 bis, paragrafo 1, dell'ordinanza sulle banche. Le operazioni bancarie sono le operazioni elencate nell'art. 1a cpv. 1 lett. a - c dell'ordinanza sulle banche. Si tratta dell'accettazione di depositi o di altri fondi rimborsabili, del prestito commerciale di fondi ai mutuatari e della fornitura di servizi di pura transazione di pagamento. I servizi di puro traffico dei pagamenti non sono legalmente definiti e non è ancora chiaro come tali servizi siano collegati ai servizi di pagamento ai sensi della ZDG.

³⁴⁵ Cfr. art. 3 cpv. 3 LBN.

L'art. 3 cpv. 3 LBCR definisce le operazioni di deposito come operazioni bancarie definite dall'accettazione di depositi o di altri fondi rimborsabili³⁴⁶ (operazioni di deposito, poiché tali operazioni sono al passivo del bilancio bancario), ossia l'accettazione di fondi esterni o rimborsabili dal pubblico. Il termine "fondi" comprende la moneta scritturale o i depositi bancari e le banconote, nonché le monete (secondarie), ossia il corso legale.³⁴⁷ Ai sensi della legge del Liechtenstein sull'introduzione del franco svizzero, il corso legale si basa³⁴⁸ sul franco svizzero come moneta legale esclusiva e quindi sul corso legale (art. 1 leg cit.).³⁴⁹

³⁴⁶ La formulazione dell'articolo 3, paragrafo 3, lettera a), della legge bancaria fa qui erroneamente riferimento all' "accettazione di depositi e altri fondi rimborsabili" invece della congiunzione "o". Inoltre, nell'art. 3 cpv. 3 lett. a e b, la legge sulle banche definisce sia l'attività di deposito che quella di prestito, ciascuna per conto proprio, come attività bancaria. L'art. 4 cpv. 1 n. 1 CRR definisce invece un istituto di credito (istituto di credito CRR) come un' *impresa la cui attività consiste nell' accettare dal pubblico depositi o altri fondi rimborsabili e nel concedere crediti per conto proprio*. Un istituto di credito CRR soggetto all'obbligo di notifica ai sensi del CRR svolge pertanto sempre attività di concessione e assunzione di prestiti. Un istituto bancario ai sensi della legge bancaria, invece, esiste già quando viene effettuata una di queste transazioni, per cui la legge bancaria si concentra sul prestito di fondi (esteri) in relazione all'attività di prestito, ovvero richiede una transazione di deposito per l'attività di prestito, mentre la CRR si riferisce solo alla concessione di prestiti per conto proprio. Per ulteriori informazioni sul prestito di denaro e sul credito *Laurer/Kammel* vedi *Laurer/Schütz/Kammel/Ratka* (Hrsg), § 1 BWG, n. 9.

³⁴⁷ *Laurer a Laurer/Borns/Strobl/M. Schütz/O. Schütz*, BWG, 3a edizione, § 1 BWG, Rz 4.

³⁴⁸ LGBl n. 1924.008, pubblicato il 20.06.1924.

³⁴⁹ In questo contesto, è interessante notare la disposizione dell'art. 2 della Legge sull'introduzione della moneta in franchi svizzeri, secondo la quale il corso legale con un valore nominale superiore a CHF 2.00 è obbligatorio per essere preso in pagamento.

205 Le operazioni di deposito sono definite a questo proposito come l'accettazione di valuta estera con obbligo di rimborso. Si noti che il pubblico è tenuto ad effettuare depositi rimborsabili.³⁵⁰ Come già spiegato in precedenza, le valute criptate non costituiscono mezzi di pagamento legalmente riconosciuti (né nel Liechtenstein né in altri sistemi giuridici). Piuttosto, a seconda della legge rappresentata, sono considerati come mezzi di scambio che possono essere accettati in sostituzione del pagamento; tuttavia, a differenza del corso legale, non vi è alcun obbligo in tal senso e per questo motivo l'accettazione di gettoni non può costituire una transazione di deposito.

206 L'offerta o l'esecuzione di operazioni di raccolta di depositi ai sensi dell'articolo 3, paragrafo 3, lettera a), della legge bancaria comporta l'obbligo di diventare debitore nell'ambito di un rapporto contrattuale relativo alla gestione di fondi o all'accettazione di depositi o di altri fondi rimborsabili. La base contrattuale di diritto civile per tali operazioni di deposito può essere eterogenea (ad es. depositum irregolare³⁵¹, ma deve in ogni caso includere un obbligo di rimborso. Tuttavia, una transazione di deposito non viene stabilita se i fondi vengono accettati per qualcun altro e semplicemente trasmessi. Si noti che deve essere

³⁵⁰ Considerando 14 della CRD IV o considerando 6 della CRD III La terminologia delle operazioni bancarie si riferisce al punto di vista di una banca. Nel caso di un'operazione di deposito o di addebito (prestito), la banca è, come è implicito il nome, il debitore, mentre nel caso di un'operazione di prestito (prestito), la banca è un creditore.

³⁵¹ Ciò che è stato preso in custodia non deve essere restituito in quanto tale (debito individuale o speciale), ma solo un equivalente in termini di tipo e qualità (debito generico).

reso noto anche il destinatario previsto, altrimenti la ricezione iniziale dei fondi costituisce già una transazione di deposito.³⁵²

Le eccezioni per l'attività di raccolta di depositi di cui all'art. 1a cpv. 2 207 dell'ordinanza sulle banche sono indispensabili. Di conseguenza, è escluso dalla definizione di depositi qualsiasi trasferimento di fondi che persegua l'obiettivo di adempiere alle obbligazioni reciproche nell'ambito di contratti per il trasferimento della proprietà o di contratti di servizio o che³⁵³ siano stati trasferiti a titolo di garanzia. Questa eccezione

³⁵² *Laurer a Laurer/Borns/Strobl/M. Schütz/O. Schütz*, BWG, 3a edizione, § 1 BWG, Rz 5 f.

³⁵³ Per quanto riguarda i gettoni, l'eccezione all'attività di deposito nonostante il trasferimento di fondi in relazione al leveraged trading di gettoni non regolamentati, ad esempio, su un crypto-exchange, sarebbe rilevante e concepibile se i fondi fossero trasferiti in gettoni come garanzia per un prestito. Ciò non va confuso con la negoziazione a margine, nella quale i fondi vengono accreditati (operazione di credito ai sensi dell'art. 4 cpv. 1 riga 1 CRR) e successivamente vengono stipulati contratti per differenza (CFD) stabilendo posizioni corte e/o lunghe (l'inserimento simultaneo di posizioni corte e lunghe è anche detto "a cavallo"). L'accredito di gettoni nel senso di valute virtuali non costituisce una transazione di credito nel senso del CRR a causa della mancanza di fondi. Per un esempio pratico, si veda anche il cosiddetto "margin trading" o "leveraged trading" di Bittrex International GmbH, <https://bittrexglobal.zendesk.com/hc/en-us/articles/360009624760>, richiamato il 29.10.2019, 22:52. Se i gettoni vengono accreditati in questo modo con la fornitura di un deposito cauzionale in fiat money, non si tratta né di un deposito né di una transazione di credito. Tuttavia, l'accredito può essere effettuato solo a partire da gettoni già esistenti e non invece di generare ed emettere gettoni, ad esempio per evitare il regime della moneta elettronica. Questo perché i gettoni accreditati in questo modo non possono essere semplicemente ritirati dalla circolazione quando vengono rimborsati (cosa che accadrebbe se un credito dovesse essere rimborsato - "buyback and burn").

è molto rilevante nelle transazioni legali quotidiane, anche se solo pochissime persone ne approfittano attivamente, poiché si basa sull'obbligo di rimborso o sull'assenza di tale obbligo e come tale descrive lo scambio sinallagmatico di servizi nel senso dei principi *do ut des* *respektive quid pro quo*. Se i fondi vengono trasferiti per l'acquisto di beni o servizi o come garanzia, ciò non costituisce una transazione di deposito. Ciò può avvenire solo se vi è l'obbligo di rimborsare i fondi trasferiti.³⁵⁴

208 Nelle Offerte di Gettoni, in cui i gettoni nel senso di software sono emessi come merce con valore intrinseco³⁵⁵ rispetto al corso legale, non vi è alcuna attività di deposito a questo riguardo, in quanto i fondi servono ad ottenere un corrispettivo concreto e non vi è alcun obbligo di rimborso. Si pone la questione se ciò valga anche nel caso in cui l'offerta di gettoni preveda un cosiddetto *soft cap* ("floor" come posizione di contrasto al "hard cap"³⁵⁶). Se un tale *soft cap* - un certo valore soglia in un certo delta temporale - non viene raggiunto nel round di finanziamento, gli esecutori di tali offerte a gettoni talvolta prevedono l'inversione dei fondi, poiché il modello di business non può essere realizzato a causa della mancanza di finanziamenti sufficienti. Tuttavia, anche questo non costituisce un'attività di raccolta di depositi, in quanto non esiste un ³⁵⁷obbligo di rimborso incondizionato, ma solo un obbligo di

³⁵⁴ Art. 1a cpv. 2 lit a BankV; cfr. UVS Vienna del 05.05.2004 del 06/42/9144/2003.

³⁵⁵ Gettoni che non sono né strumenti finanziari, né moneta elettronica, né depositi, ossia valute virtuali o altri contenuti digitali.

³⁵⁶ Valore di soglia al quale il round di finanziamento (l'offerta di gettoni) è terminato perché l'obiettivo di finanziamento è stato raggiunto.

³⁵⁷ Sulla caratteristica del carattere incondizionato della richiesta di rimborso, cfr. BaFin, Merkblatt Einlagengeschäft, 11.03.2014, P 5.

rimborso condizionale (sospensivo) pendente e inefficace. Il telos della base contrattuale consiste nell'acquisto di gettoni, che rappresentano alcuni diritti, in cambio di moneta legale. Solo se non si verificano determinate condizioni, sorge la pretesa di invertire la transazione. Tuttavia, non si tratta di un obbligo di rimborso, che la BankG o la BankV avevano in mente, ma di una richiesta reciproca di storno delle parti coinvolte dei loro servizi reciproci.

Un'altra importante eccezione all'attività di deposito comprende i pagamenti in contanti quando si emettono obbligazioni³⁵⁸ o altri titoli di debito standardizzati o diritti non documentati con la stessa funzione (titoli dematerializzati o titoli in forma scritturale / diritti patrimoniali), a condizione che i fondi (rimborsabili) siano ricevuti dopo l'approvazione di un prospetto in conformità al regolamento sul prospetto o al SESTA SEE o se non vi è alcun obbligo di pubblicare un prospetto. Ciò è essenziale, poiché altrimenti ogni emissione di obbligazioni costituirebbe un'operazione bancaria, soprattutto perché tali obbligazioni sono caratterizzate dal fatto che il diritto al rimborso, interessi compresi, è cartolarizzato (finzione legale che le obbligazioni non costituiscano un'operazione di deposito; simile alla finzione che l'operazione di moneta elettronica non costituisca un deposito). È interessante notare che un deposito può anche essere strutturato in modo simile a un'obbligazione (o a un prestito per mancanza di standardizzazione ai sensi della

³⁵⁸ Anche in questo caso, le operazioni di deposito sono possibili, a condizione che la discrezione dell'emittente in merito all'utilizzo dei fondi sia limitata e che esista una richiesta di rimborso in funzione del successo dell'utilizzo delle risorse finanziarie derivanti dall'emissione del prestito obbligazionario. Vedi *Laurer a Laurer/Borns/Strobl/M. Schütz/O. Schütz*, BWG, 3a edizione, § 1 BWG, nota a margine 5 mwN.

legge sul mercato dei capitali), sebbene strumenti finanziari come il capitale o gli strumenti del mercato monetario possano non funzionare come strumenti di pagamento. Per quanto riguarda le offerte di gettoni, questa eccezione può essere significativa se i gettoni emessi rappresentano obbligazioni, ossia strumenti finanziari. Per quanto riguarda le obbligazioni, è altresì rilevante che le imprese di investimento non possono emetterle per finanziare le proprie spese di gestione.³⁵⁹

- 210 Altre eccezioni all'attività di deposito sono i depositi dei clienti presso le imprese d'investimento, che non producono interessi e possono essere utilizzati solo in relazione ai servizi d'investimento.³⁶⁰ Lo stesso vale per i fondi che vengono trasferiti a compagnie di assicurazione o a fondi pensione in relazione ad assicurazioni sulla vita o a rapporti pensionistici.³⁶¹ Rientrano in questa categoria anche gli istituti di pagamento che forniscono servizi di pagamento e che a volte aprono conti di pagamento a tale scopo per l'esecuzione di operazioni di pagamento, sebbene ciò non sia esplicitamente menzionato. I fondi sui conti di pagamento possono essere utilizzati solo per i servizi di pagamento, per questo motivo non possono essere concessi interessi.³⁶²
- 211 Sono esclusi dalla definizione di depositi anche i depositi interbancari, i depositi dei depositanti presso associazioni e fondazioni con finalità fittizie al di fuori del settore finanziario e i depositi di azionisti e soci

³⁵⁹ Articolo 1a, paragrafo 3, dell'ordinanza sulle banche.

³⁶⁰ Art. 1a cpv. 2 lett. c BankV.

³⁶¹ Art. 1a cpv. 2 lett. d Ordinanza sulle banche.

³⁶² Art. 4 (1) Z 51 in combinato disposto con Z 54 ZDG; cfr. art. 4 (1) Z 41 in combinato disposto con l'art. 2 (2) ZDG.

con un interesse qualificato nel debitore.³⁶³ Infine, un'eccezione è prevista direttamente dall'art. 3 cpv. 3 lett. a BankG, secondo il quale una somma di denaro accettata non costituisce un'operazione di deposito se viene accettata nel corso di un'operazione di moneta elettronica e viene direttamente scambiata con moneta elettronica (finzione legale che non vi sia alcun deposito).³⁶⁴

2.2.2 Definizione di attività di deposito e di moneta elettronica e di strumenti finanziari

Con riferimento ai gettoni, i gettoni acquistati con la moneta elettronica possono a loro volta rappresentare la moneta elettronica se sono presenti i rimanenti elementi dei fatti³⁶⁵, ma l'accettazione della moneta elettronica non costituisce una transazione di deposito ai sensi della legge bancaria, in quanto la moneta elettronica è definita come un importo monetario ai sensi della EGG e della ZDG³⁶⁶, ma non è considerata un deposito o altri fondi rimborsabili ai sensi della legge bancaria. A causa della divergenza tra i termini "importi monetari" e "fondi", non

212

³⁶³ Art. 1a cpv. 2 lett. e BankV; nel caso di depositi aziendali, esiste addirittura un divieto legale di restituzione dei depositi, che esclude l'esistenza di un'attività di deposito.

³⁶⁴ Ai sensi dell'articolo 3, paragrafo 3, lettera f), della legge bancaria in combinato disposto con l'articolo 3, paragrafo 1, lettera b), del trattato CE, l'emissione di moneta elettronica è un'operazione bancaria riservata alle banche e agli istituti di moneta elettronica. L'art. 3 cpv. 3 lett. f della legge sulle banche fa erroneamente riferimento all'"art. 3 lett. b della legge sulla moneta elettronica" (cfr. art. 3 cpv. 1 lett. b della legge sulla *moneta elettronica*), probabilmente a causa di un errore redazionale.

³⁶⁵ Vedi capitolo II.2.7.

³⁶⁶ Cfr. art. 3, par. 1 lit b EGG in combinato disposto con l'art. 4, par. 1 Z 54 ZDG e l'art. 4, par. 1 Z 18 ZDG.

vi è alcuna lacuna normativa contraria al piano e l'operazione di deposito non può essere aggirata anche se, ad esempio, un gettone che rappresenta la moneta elettronica viene emesso in cambio di importi monetari e il gettone di moneta elettronica così emesso viene successivamente accettato o preso in custodia (da un'entità separata ai sensi del diritto societario) con un obbligo di rimborso, in quanto la moneta elettronica rappresenta sempre un credito di denaro nei confronti dell'emittente.³⁶⁷ Inoltre, i fondi ricevuti direttamente o indirettamente dal cliente da un istituto di moneta elettronica devono essere adeguatamente garantiti.³⁶⁸ Ciò dimostra che l'attività di moneta elettronica è

³⁶⁷ In quanto tale, tale credito deve essere registrato anche nella contabilità della società e deve figurare specificamente come passività sul lato del passivo. Se viene emesso un gettone che contiene semplicemente dati o software nel senso di contenuto digitale o merce (che può essere utilizzato per transazioni o altre funzioni, come la costruzione del consenso su una catena di blocchi), non sorge alcun credito (monetario) che dovrebbe essere portato sotto responsabilità; piuttosto, il contenuto digitale viene venduto, da cui si generano ricavi.

³⁶⁸ Articolo 11 del trattato CE in combinato disposto con l'articolo 5 del trattato CE in combinato disposto con l'articolo 5 del CDIR. Gli istituti di moneta elettronica non possono aderire ad alcun sistema di protezione dei depositi e di indennizzo degli investitori (ad es. l'EAS; Fondazione per la protezione dei depositi e l'indennizzo degli investitori SV con sede a Vaduz). Sebbene la CEEA sia stata introdotta solo nel 2019 con LGBI 2019.103, essa recepisce la direttiva 2014/49 (ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/49/oj>) (direttiva sui sistemi di garanzia dei depositi), che tuttavia, ai sensi dell'art. 2 cpv. 1 n. 9 DDG in combinato disposto con l'art. 4 cpv. 3 DDG, si applica agli istituti di credito ai sensi dell'art. 4 cpv. 1 n. 1 CRR e disciplina la loro affiliazione a un sistema di garanzia dei depositi, ma l'art. 5 cpv. 1 lett. d DDG non si applica ai depositi degli istituti finanziari. Tra gli istituti finanziari figurano anche gli istituti di moneta elettronica ai sensi dell'art. 4 cpv. 1 n. 26 RMC in combinato disposto con l'allegato I n. 15 della quarta direttiva sui requisiti patrimoniali.

la seconda faccia della stessa moneta che regola anche l'attività di deposito.

L'operazione di deposito è definita nell'art. 3 cpv. 3 lit. della legge sulle banche come accettazione di depositi e [recte: o] altri fondi rimborsabili, per cui nel caso di un'operazione di moneta elettronica, l'accettazione di una somma di denaro non può, per finzione legale, costituire un'operazione di deposito se la somma di denaro accettata viene direttamente scambiata con moneta elettronica. Ai sensi della legge sulle banche, per operazione di moneta elettronica si intende l'emissione di moneta elettronica ai sensi dell'art. 3 lett. b) della legge sulle banche [cfr. art. 3 cpv. 1 lett. b) della legge sulle banche]. Ciò solleva la questione se l'attività di deposito possa essere ripresa se sono presenti tutti gli elementi della moneta elettronica, ma l'applicabilità dell'ECA viene negata a causa di un'eccezione³⁶⁹; ciò può essere particolarmente rilevante per le cosiddette stablecoin interne con funzione di rappresentanza del contante.³⁷⁰ La risposta dovrebbe essere anticipata e spiegata in dettaglio

³⁶⁹ Si veda il capitolo II.2.7.3 sulle esenzioni per la moneta elettronica.

³⁷⁰ Si tratta di gettoni che vengono accettati da un solo emittente o gruppo di società, per questo motivo verrà regolarmente fatta un'eccezione anche in presenza degli altri elementi della moneta elettronica. Se una tale stablecoin viene accettata solo dall'emittente, non c'è affatto moneta elettronica, in quanto manca uno degli elementi essenziali, ossia l'accettazione di terzi (tale accettazione è tuttavia da presumere nel caso di scambi crittografici che operano a livello multilaterale). Nel caso di un gruppo di società, invece, l'eccezione di una rete limitata sarà giustificabile - sia per le limitate possibilità di ottenere determinati tipi di beni o servizi funzionalmente connessi, sia per l'accettazione in una rete limitata (catena di vendita al dettaglio o franchising). L'idea di una tale stabilcoin è quella di evitare la regolamentazione (sia una licenza come istituto bancario che come istituto di moneta elettronica) e tuttavia di fornire un

qui di seguito. In base a ciò, un'operazione di deposito non può essere ripresa se viene fatta un'eccezione per le operazioni di moneta elettronica. Questo perché una transazione di deposito non è data da una finzione legale quando viene emessa moneta elettronica, come spiegato sopra. Se si applica un'eccezione alla regola della moneta elettronica, il campo d'applicazione del trattato CE viene sostanzialmente definito e il valore elettronico emesso continua ad essere moneta elettronica, anche se la sua emissione non richiede un'autorizzazione; ciò è supportato anche dal fatto che le eccezioni devono essere talvolta giustificate³⁷¹.

- 214 La moneta elettronica è un valore monetario memorizzato elettronicamente o magneticamente sotto forma di credito nei confronti dell'emittente, emesso in cambio di fondi per l'esecuzione di operazioni di pagamento e accettato a tale scopo anche da persone diverse dall'emittente. L'ECA regola generalmente l'emissione commerciale di moneta elettronica da parte degli emittenti di moneta elettronica.³⁷² Le eccezioni sono disciplinate dall'art. 2, comma 2, del Trattato CE, secondo il quale, con riferimento allo ZDG, non esiste moneta elettronica

surrogato per l'accettazione di denaro fiat o di moneta a corso legale da parte di una società che sia il più adatto possibile. Allo stesso tempo, si evita una rottura del sistema per bloccare la tecnologia della catena di blocco e si crea un sistema di consegna contro sistema di pagamento, poiché i gettoni delle diverse catene di blocco non possono essere scambiati direttamente. Queste monete stabili non sono di solito progettate per uscire dal sistema di un'azienda e possono anche essere mantenute puramente contabili senza emettere gettoni. Questi possono essere interessanti per i cosiddetti Crypto-Exchanges, indipendentemente dal fatto che siano progettati bilateralmente o multilateralmente per creare il proprio ecosistema economico.

³⁷¹ Cfr. articolo 2, paragrafo 2, della CGCE in combinato disposto con l'articolo 3, paragrafo 1, lettera g), e l'articolo 3, paragrafo 3, della ZDG.

³⁷² Art. 2, n. 1, in combinato disposto con l'art. 3, n. 1, lett. b), CE.

nelle reti limitate. Considerando tutti questi aspetti nel loro insieme, va notato che gli attivi monetari soddisfano ancora la definizione di moneta elettronica ai sensi delle disposizioni di esenzione, ma sono in gran parte esenti da autorizzazione. In termini legali, questa moneta elettronica non soggetta ad autorizzazione viene definita solo come "valore monetario".³⁷³ Come spiegato sopra, tale valore monetario continua a costituire moneta elettronica, ma se un'eccezione è giustificata, gli emittenti di tale moneta elettronica non sono regolamentati in modo tale che la domanda di autorizzazione come istituto di moneta elettronica debba essere presentata. Di conseguenza, le attività monetarie che in linea di principio costituirebbero moneta elettronica se tutti gli elementi dei fatti fossero presenti, ma che non richiedono l'autorizzazione come emittente di moneta elettronica a causa di un'eccezione, non sono soggette all'autorizzazione come istituto di moneta elettronica ai sensi della CC. Ciò rende chiaro, tuttavia, che dogmaticamente il campo di applicazione della legge sulla moneta elettronica è ancora aperto e la moneta elettronica è presente, motivo per cui non è più possibile rilanciare l'attività di deposito se si fa un'eccezione per la moneta elettronica.

Qualsiasi altro punto di vista³⁷⁴ deve essere respinto. Come spiegato in precedenza, un'operazione di deposito è caratterizzata dall'obbligo incondizionato di rimborsare i³⁷⁵ fondi, che è insito in una richiesta di rim-

³⁷³ Articolo 2, paragrafo 2, CE.

³⁷⁴ *Terlau in Casper/Terlau (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, §1a ZAG, Rz 71.*

³⁷⁵ *"Il concetto di deposito copre solo quelle passività che fanno della società stessa il debitore del rimborso del servizio corrispondente". - BVGer B-4772/2017 del 19.12.2017, Z 5.2.*

borso di una somma di denaro (non una richiesta di fornitura concorrente di beni o servizi). L'esistenza di un'operazione di moneta elettronica come sopra descritta esclude l'operazione di deposito. Un'operazione di moneta elettronica ampiamente esente da autorizzazione - giustificata da un'eccezione destinata a costituire un privilegio - non può a sua volta portare a una ripresa dell'attività di deposito e quindi a una regolamentazione più rigorosa.

- 216 L'art. 1a cpv. 2 lett. a dell'ordinanza sulle banche stabilisce che i fondi che devono essere considerati come corrispettivo sinallagmatico nell'ambito di un contratto di trasferimento della proprietà o di un contratto di servizi o che sono trasferiti a titolo di garanzia non costituiscono depositi.³⁷⁶ Poiché i gettoni non sono considerati oggetti³⁷⁷, l'accettazione di fondi in relazione a un contratto di servizio o a un deposito cauzionale è particolarmente importante per escludere una transazione di deposito.
- 217 La funzione del gettone o della moneta stabile che rappresenta il mezzo di pagamento in questo modo è di grande importanza, poiché altrimenti si può sostenere che viene utilizzato solo in anticipo rispetto alla transazione effettiva, aggirando così l'attività di deposito o di moneta

³⁷⁶ Vedi UVS Vienna del 5 maggio 2004 il 06/42/9144/2003.

³⁷⁷ Cfr. art. 20 RS in combinato disposto con l'art. 171 RS, secondo cui il concetto di diritto patrimoniale presuppone un elemento di corporalità; *Opilio*, *Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht*, volume I, pag. 389 (art. 171 RS Rz 1 ss.); cfr. anche BuA 2019/54, pag. 126, secondo cui le disposizioni del diritto di proprietà devono essere applicate al regolamento di trasmissione secondo la TVTG in modo funzionalmente adeguato, cioè in modo analogo, ma non equivalente; tuttavia, i gettoni possono rappresentare il diritto di proprietà (ad es. la richiesta di restituzione come conseguenza del pieno diritto di proprietà).

elettronica, e che il gettone non è collegato ad un servizio, come si supporrà se un gettone può essere scambiato (riscattato) con moneta a corso legale e quindi ritirato dalla circolazione o distrutto. In questo caso, diventa evidente che un tale gettone non rappresenta un gettone a sé stante (nel senso di un contenuto digitale come un software come merce o una moneta virtuale), ma che il valore è solo nella richiesta (per il rimborso incondizionato) e che il gettone rappresenta effettivamente una richiesta fatta in denaro. I depositi esistono come sopra descritto nel caso di accordi contrattuali sulla custodia e/o l'amministrazione del corso legale; un diritto di rimborso incondizionato sorge nei confronti dell'istituto depositario - simile all'e-money.³⁷⁸ Una moneta stabile nel senso di cui sopra, che può essere scambiata con moneta a corso legale in qualsiasi momento, sarebbe semplicemente un surrogato o un sostituto di tale credito. Se una moneta rappresenta un tale credito fatto con denaro, può essere classificata come moneta elettronica (ma non rappresenta un deposito a causa della rappresentazione elettromagnetica del valore monetario).

Se una tale stabilcoin viene quindi considerata un'eccezione per la moneta elettronica, non vi è alcun aggravamento della vigilanza nella cascata di autorizzazioni ai sensi del diritto dei mercati finanziari, poiché 218

³⁷⁸ Cfr. sulla rappresentazione di una richiesta di rimborso incondizionata per mezzo di un token BaFin, Leaflet Zweites Hinweisschreiben zu Prospekt- und Erlaubnisspflichten in Zusammenhang mit der Ausgabe weiterer Krypto-Token, GZ: WA 51-Wp 7100-2019/0011 und IF 1-AZB 1505-2019/0003, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_ICOs.pdf? blob=publicationFile=1](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_ICOs.pdf?blob=publicationFile=1), pag. 9 seg.

l'attività di deposito non viene ripresa.³⁷⁹ Da questo punto di vista, il regime della moneta elettronica è una faccia della stessa medaglia dell'attività di deposito. Il rimborso di moneta elettronica (o lo scambio di moneta elettronica con le somme di denaro date) è solo la conseguenza dell'esistenza di un credito contrattuale in denaro ed è quindi un rimborso reale secondo il regime della moneta elettronica e non solo una conseguenza legale dell'esistenza della moneta elettronica. L'attività di moneta elettronica costituisce una forma privilegiata di attività di raccolta di depositi, sulla base dei requisiti di approvazione da parte delle autorità di vigilanza.³⁸⁰

³⁷⁹ Altra vista *Terlau* in *Casper/Terlau* (Hrsg), *ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money*, §1a ZAG, Rz 92 ff mwN. *Findeisen*, invece, sostiene che il § 1a (5) ZAG tedesco come modificato dal BGBl. I p. 1506 (n. 35) è *lex specialis* per l'attività di deposito. Questa disposizione fa riferimento alle stesse eccezioni dell'articolo 2 comma 2 dell'EGG del Liechtenstein. Tuttavia, non sembra del tutto comprensibile come, in quale forma e in quale misura un'eccezione all'ambito di applicazione del regime della moneta elettronica debba essere allo stesso tempo una *lex specialis* per depositare le attività; *Findeisen* in *Ellenberger/Findeisen/Nobbe* (Hrsg), *Kommentar zum Zahlungsverkehrsrecht*, § 1a, Rz 104. È vero, tuttavia, che la moneta elettronica - compresa la moneta elettronica che non richiede una licenza a causa di una circostanza eccezionale - non costituisce una transazione di deposito per finzione legale; La questione se si tratti di una *lex specialis* può essere lasciata aperta, ma sembra essere esclusa, almeno per il diritto del Liechtenstein, in base all'eccezione dell'attività di deposito, se è presente un'operazione di moneta elettronica ai sensi della legge bancaria (altrimenti la legge sulla moneta elettronica potrebbe, come regolamentazione più specifica, derogare anche alla legge bancaria, che disciplina l'attività di deposito - cfr II.2.7.3, Rz 400).

³⁸⁰ Come spiegato in dettaglio nel capitolo II.2.7, il riscatto non può essere semplicemente escluso in presenza di un credito al fine di negare l'operazione di moneta elettronica, poiché il diritto di riscatto o di rimborso deriva direttamente dal credito. Il riscatto è quindi un elemento costitutivo dell'esistenza

Per escludere in generale l'attività di deposito, si dovrebbe escludere l'obbligo di rimborso incondizionato necessario per i depositi. Ciò sarebbe concepibile se una moneta stabile che rappresenta un credito dà diritto a ricevere beni o servizi, ma non a ritirare il valore monetario e quindi funziona come un buono, o se tale moneta stabile è emessa a una condizione. Tale condizione potrebbe essere, ad esempio, che lo Stablecoin possa essere utilizzato per il trading su un cosiddetto Crypto-Exchange per un certo numero di giorni.³⁸¹ Se la condizione è concordata

della moneta elettronica ed è concettualmente intercambiabile con l'esistenza di un credito in forma monetaria e non una mera conseguenza legale o logica dell'esistenza di un credito con cui possono essere effettuate operazioni di pagamento. Ai sensi del combinato disposto dell'art. 11 della CGCE e dell'art. 5 della CGCE in combinato disposto con l'art. 5 della ZDV, i fondi ricevuti da un'operazione di moneta elettronica non possono essere liberamente disponibili, ma devono essere soggetti ad adeguati requisiti di sicurezza. Inoltre, ai sensi dell'art. 44 cpv. 2 CEG, il valore monetario della moneta elettronica detenuta da un istituto di moneta elettronica deve essere rimborsato al cliente dell'istituto di moneta elettronica in qualsiasi momento al suo valore nominale e, ai sensi dell'art. 45 CEG, gli interessi sono rigorosamente vietati. Il fatto che la rimborsabilità al valore nominale sia un elemento di fatto e non una semplice conseguenza legale è già evidente dalla classificazione dogmatica delle operazioni di moneta elettronica come operazioni di deposito, che sono trattate in modo diverso dalle operazioni di deposito solo per finzione legale ai sensi dell'articolo 3, paragrafo 3, lettera a), della legge bancaria e dell'articolo 6, paragrafo 3, della direttiva sulla moneta elettronica, se sono soddisfatte condizioni particolari.

³⁸¹ Indipendentemente dal fatto che operi a livello bilaterale o multilaterale. Per maggiori informazioni su questo termine vago, che copre diversi modelli di business, si veda *Schopper/Raschner, Die Aufsichtsrechtliche Einordnung von Krypto-Börsen in Österreich, ÖBA 4/2019, pag. 249 (251)*.

con effetto *ex nunc*³⁸², la base contrattuale cessa di esistere se non viene eseguito alcun commercio entro il periodo concordato. La base contrattuale viene così distrutta e il detentore di una tale stablecoin avrebbe di conseguenza un diritto di arricchimento (extracontrattuale) di ricevere indietro il corso legale con cui ha acquistato la stablecoin.³⁸³ Pertanto, le prestazioni e la considerazione devono essere rinviate. Il diritto di riscatto secondo il diritto di condanna rappresenta un diritto legale di recupero³⁸⁴ e non costituisce un diritto contrattuale al rimborso incondizionato, che costituirebbe un'operazione di deposito, poiché le pretese secondo la legge dell'arricchimento senza causa si basano su obblighi legali. È responsabilità del settore privato concordare un diritto di strutturazione con il quale si possa distruggere la base contrattuale.³⁸⁵ Se viene stipulata una condizione risolutiva nel senso di cui sopra, non vi è alcun diritto contrattuale per il rimborso (incondizionato) dei fondi o di qualsiasi altro corrispettivo, ma un diritto ai sensi della

³⁸² In caso di effetto *ex tunc*, maturerebbe un interesse legale del 5% annuo ai sensi del § 1000 ABGB. In caso di condizione sospensiva, il contratto sarebbe provvisoriamente inefficace al momento del suo verificarsi.

³⁸³ Il reclamo è quindi diretto anche solo all'acquisto di beni nel senso di gettoni come contenuti digitali o valute virtuali e non ad una somma di denaro, il che esclude sia l'attività di deposito che l'attività di moneta elettronica.

³⁸⁴ *Condictio causa finita* ai sensi del § 1435 ABGB - successiva cessazione della base giuridica (con effetto *ex nunc*; in caso di *condictio sine causa* ai sensi del § 877 ABGB o *condictio indebiti* ai sensi del § 1431 ABGB, tuttavia, la base giuridica deve essere invertita *ex tunc*).

³⁸⁵ Un'opzione ipotizzabile sarebbe un diritto di accordo che combini una condizione potestativa con una condizione risolutiva in modo tale che, ad esempio, una persona che ha acquisito una tale stablecoin che rappresenta un credito con denaro fiat ha il diritto di distruggere la base contrattuale, a condizione che le stablecoin non siano state utilizzate per il trading su una certa piattaforma di trading entro un certo periodo di tempo.

legge sull'arricchimento senza causa.³⁸⁶ Ciò deve valere a maggior ragione per i gettoni che rappresentano contenuti digitali secondo la FAGG o valute virtuali³⁸⁷ secondo la 5a direttiva GW, per i quali può essere fatto valere un diritto di recesso secondo KSchG o FAGG.³⁸⁸

La visione dell'attività di raccolta dei depositi coincide con la dottrina tedesca della KWG. *"Il perno dell'attività di raccolta dei depositi è la promessa di rimborso di cui il depositante si fida."*³⁸⁹ Affinché esista un'operazione di deposito, il rimborso deve quindi essere parte dell'accordo contrattuale concluso su base commerciale, in base al quale il denaro viene trasferito; il gestore di un'operazione di deposito promette quindi di

³⁸⁶ Si veda, ad esempio, *Laurer/Kammel* in *Laurer/Schütz/Kammel/Ratka* (ed.), articolo 1 della BWG, margine n. 5, che stabilisce che *"l'attività bancaria [in questo caso l'attività di deposito] è svolta solo da coloro che sono debitori in base al contratto per la gestione o il deposito di denaro altrui [...]"* e quindi - il che sembra banale in linea di principio - si riferisce solo agli obblighi contrattuali. Lo stesso quadro emerge per le transazioni di moneta elettronica. *Haghofer*, Issue and redeemability of e-money in *Vonkilch* (Hrsg), *Commentary on the E-Money Act 2010*, § 17, margin note 1 (p. 224), afferma che *"essi [cioè l'emissione e la rimborsabilità della moneta elettronica ai sensi dei §§ da 17 a 20 öEKG regolano le condizioni contrattuali per l'emissione e la rimborsabilità della moneta elettronica [...]"*. Di conseguenza, l'accordo sul diritto di strutturazione, come condizione successiva, esclude anche l'esistenza di un diritto contrattuale e quindi l'ambito di applicazione dell'EEKG. Inoltre, si può anche sostenere che una moneta così stabile rappresenta solo una pretesa per l'acquisto di altri gettoni nel senso di valute virtuali, ma non una pretesa fatta di denaro.

³⁸⁷ Secondo i considerando 8 e 10 della quinta direttiva antiriciclaggio, la qualifica esclude l'esistenza della moneta elettronica fin dall'inizio - cfr. i capitoli II.2.7 e II.2.9 ulteriori dettagli.

³⁸⁸ Vedi Titolo I. Capitolo I.6.

³⁸⁹ *Demmelmair/Reschke* in *Beck/Samm/Kokemoor*, KWG con CRR, § 1 comma 1 S 2 n. 1 KWG, Rz 109.

rimborsare i fondi trasferiti dal depositante. La transazione di titolo di proprietà può essere un prestito in denaro o un deposito irregolare, oppure può consistere in altri tipi di contratto in cui è insito un accordo di rimborso.³⁹⁰ *"Un negozio giuridico, invece, manca della caratteristica di rimborsabilità nel senso di una transazione di deposito, se il credito, come la richiesta di rimborso del prezzo d'acquisto in caso di un contratto d'acquisto fallito, è solo un obbligo contrattuale secondario dovuto al recesso dell'acquirente dal contratto d'acquisto."*³⁹¹

- 221 Si pone quindi la questione se una stablecoin, che rappresenta un credito sotto forma di denaro nei confronti dell'emittente, non costituisca

³⁹⁰ Demmelmair/Reschke in Beck/Samm/Kokemoor, KWG con CRR, § 1 comma 1 S 2 n. 1 KWG, Rz 110 s.

³⁹¹ Demmelmair/Reschke in Beck/Samm/Kokemoor, KWG con CRR, § 1 (1) Sentenza 2 n. 1 KWG, Rz 110b; cfr. BaFin Merkblatt Einlagengeschäft dell'11 marzo 2014: *"Il denaro è rimborsabile se esiste un diritto civile al suo rimborso o se il creditore sembra avere almeno un tale diritto. [...] La classificazione dei fondi come "rimborsabili" ai sensi del diritto di vigilanza bancaria non dipende da specifici accordi contrattuali di diritto civile o dalla classificazione di diritto civile dell'operazione sottostante come appartenente a uno specifico tipo di contratto, come ad esempio un contratto di prestito [...]. Decisivo è piuttosto il contenuto effettivo del trasferimento di fondi. [...] Manca tuttavia la rimborsabilità se la richiesta di rimborso sorge solo nel corso di un'inversione di contratto inizialmente imprevedibile, ad esempio come richiesta di risarcimento danni. In caso di recesso ai sensi del diritto di condanna nell'esempio sopra descritto, non vi è più alcuna base per il contratto. Lo storno e di conseguenza la richiesta di rimborso è inizialmente imprevedibile anche se il trasferimento di fondi non serve all'adempimento di una transazione di deposito, ma un gettone deve essere utilizzato, ad esempio, principalmente per il trading su un Crypto-Exchange e serve quindi come sinonimo di "consegna contro pagamento" nel corso dell'adempimento del contratto. L'emissione di un tale token può avere senso per l'operatore di un crypto-exchange, soprattutto perché innumerevoli token sono basati su diversi protocolli di catena a blocchi e quindi non possono essere scambiati direttamente l'uno contro l'altro a causa dell'incompatibilità tecnica dei diversi protocolli di rete.*

moneta elettronica soggetta ad autorizzazione a causa di un'eccezione alla legge sulla moneta elettronica (ad es. reti limitate) e quindi non possa costituire un'operazione di deposito, può rappresentare uno strumento finanziario (strumento di debito che influisce sul lato del passivo dello stato patrimoniale), a condizione che il credito rappresentato nella moneta stabile sia dovuto o rimborsato con gli interessi dopo una certa scadenza o scadenza e non sia uno strumento di pagamento.³⁹² Una stablecoin, che rappresenta un credito che non rappresenta un diritto di rimborso incondizionato, non è un deposito dovuto a finzioni legali, ma può essere un'obbligazione (a breve termine) o uno strumento del mercato monetario.³⁹³ Tuttavia, secondo il diritto del Liechtenstein, ciò è da

³⁹² I criteri di standardizzazione, trasferibilità e commerciabilità sono assunti (si veda il capitolo II.2.3.1). Oltre a un'obbligazione nel senso di un'obbligazione obbligazionaria, può esistere anche un'obbligazione zero o un'obbligazione zero coupon in cui l'interesse per l'intero periodo è espresso esclusivamente dalla differenza tra il prezzo di emissione (inferiore) e il prezzo di rimborso (superiore) (o uno strumento del mercato monetario nel senso di un'obbligazione a breve termine).

³⁹³ Ad esempio, l'XCHF emesso in Svizzera, che rappresenta un'obbligazione a breve termine (strumento del mercato monetario) con tasso d'interesse 0% e rollover automatico, <https://www.swisscryptotokens.ch/wp-content/uploads/2019/06/Prospectus-XCHF-2019-07-v1.0-1.pdf>, accessibile il 15.09.2019, 16:59; secondo il diritto del Liechtenstein, l'esistenza di uno strumento finanziario in relazione alla moneta elettronica o agli strumenti di pagamento è concepibile solo se non è presente uno strumento di pagamento. In questo caso, può esistere uno strumento finanziario come un'obbligazione. Nel Liechtenstein, invece, a differenza della Germania, la moneta elettronica non costituisce uno strumento finanziario (cfr. § 1 comma 11 n. 7 della legge sulle banche - "unità di conto"). In Germania (a differenza di quanto avviene nel Liechtenstein, cfr. capitolo II.2.7), il commercio per conto proprio di moneta elettronica costituisce quindi un servizio finanziario (la controparte del Liechtenstein è

escludere se tale gettone rappresenta uno strumento di pagamento per l'acquisto di beni e/o servizi (ad esempio un buono acquisto), ma che non richiede una licenza ai sensi della PSD II a causa di un'eccezione (ad es. l'eccezione delle reti limitate).

- 222 Per l'attuazione di uno stablecoin interno nel senso descritto, che può essere acquisito con il mezzo del corso legale e che rappresenta un credito (in denaro o in beni e/o servizi), è quindi indispensabile allontanarsi proprio da questa caratteristica di credito, verso stablecoin come token indipendente (nel senso di software come merce e quindi come contenuto digitale o moneta virtuale) per evitare sia il deposito e l'e-money business sia l'esistenza di uno strumento finanziario in ogni caso, senza dover ricorrere a un'eccezione ai sensi della PSD II - a condizione che l'obiettivo sia quello di essere il più possibile sregolato nell'ambito di questi regimi.³⁹⁴ Ciò è possibile a condizione che la stablecoin rappresenti un valore proprio e quindi, nell'ambito di un rapporto sinallagmatico, costituisca la considerazione effettiva che si riceve passo dopo passo. Si³⁹⁵ può concordare un diritto di recesso a tempo

costituita dai servizi di investimento). Cfr. *Terlau* in *Casper/Terlau* (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, §1a ZAG, Rz 111.

³⁹⁴ Tuttavia, dal punto di vista del diritto fiscale, ciò può comportare un onere per l'imposta sul reddito, da un lato, e per l'imposta sul valore aggiunto, dall'altro, se un gettone o una moneta stabile viene trattata come una merce.

³⁹⁵ A questo proposito, uno Stablecoin dovrebbe essere classificato come set di dati o software e quindi, in ultima analisi, come merce con un valore indipendente. In questo caso si può argomentare, tramite il combinato disposto dell'art. 2 cpv. 3 e dell'art. 10 cpv. 2 lett. b LBCR, che il titolare del diritto trasferisce i fondi al venditore della moneta stabile nell'ambito di un contratto di prestazione di servizi e quindi entra in vigore una delle eccezioni all'attività di deposito di cui all'art. 1a cpv. 2 lett. a Obbligo di diligenza (concessione o vendita di

indeterminato, illimitato e perpetuo con effetto ex nunc per le monete stabili, per cui il diritto di recesso deve essere invertito in base alla legge di condanna. In effetti, attraverso di essa si può creare una moneta a corso legale interna, sostitutiva della moneta a corso legale, che³⁹⁶ rappresenta un gettone indipendente con valore intrinseco, che può essere riconvertita in corso legale in qualsiasi momento quando si esercita un diritto di recesso basato su rivendicazioni in base alla legge sull'arricchimento (la prestazione e il corrispettivo devono essere differiti; il gettone come gettone indipendente, che non rappresenta una rivendicazione, non può essere semplicemente distrutto; oppure rimane anche la possibilità di riacquistare il gettone - in particolare nel caso delle borse criptate strutturate multilateralmente in cui la parte emittente/venditrice non è più la controparte nelle contrattazioni successive - per cui i gettoni acquisiti in questo modo appariranno poi anche nei libri contabili - non come credito, in quanto questo verrebbe riscattato al momento del riscatto - come attività e potrebbero innescare un possibile evento controllabile; Dal punto di vista del diritto di vigilanza, la presenza di una moneta virtuale farebbe sorgere anche la questione se un'attività di ufficio di cambio o un'attività di un fornitore di servizi di cambio VT

diritti d'uso; vendita di copie di opere) definite in modo definitivo. L'eccezione alla definizione di deposito nell'ordinanza sulle banche è identica all'art. 3a cpv. 3 lett. a dell'ordinanza sulle banche. Secondo la circolare FINMA 2008/3, Depositi del pubblico presso enti non bancari, 20.11.2008, modificata da ultimo il 26.06.2019, <https://www.finma.ch/de/dokumentation/rundschreiben/archiv/archiv-2008/>, nota a margine 10 f, chBankV presuppone "che tutti gli impegni abbiano carattere di deposito". Ad esempio, "un acconto con un contratto di acquisto, un anticipo con un ordine, un deposito per l'affitto, ecc.

³⁹⁶ Il valore è garantito dal mercato (domanda e offerta) - ad esempio se può essere utilizzato per il trading su una piattaforma di trading cripto.

venga successivamente svolta). Tuttavia, se non viene effettuata una permuta commerciale o una cambiale, anche un'inversione di marcia ai sensi della legge sull'arricchimento non costituisce un'attività di ufficio cambi.³⁹⁷³⁹⁸In questo contesto, sembra opportuno che, in base al regime TVTG, anche lo scambio commerciale di gettoni con altri gettoni sia coperto dal fornitore di servizi di scambio di VT soggetto a registrazione, poiché la presente domanda, in cui i gettoni possono essere scambiati con gli stablecoin interni, non sarebbe altrimenti coperta dal diritto di vigilanza, anche se una tale stabilcoin interna rappresenta un surrogato del corso legale in una certa misura, se svolge anche una funzione che va oltre e impedisce una rottura dei media (cripto-fiat) e consente il commercio di gettoni attraverso catene di blocchi.

- 223 Inoltre, sarebbe anche possibile convertire uno stablecoin equivalente in contanti, che rappresenta un gettone indipendente, in moneta a corso legale. Pertanto, una società può emettere uno stablecoin contro il corso legale come gettone indipendente, non come credito, e può anche accettare questo stablecoin sulla sua piattaforma di trading con riferimento ai gettoni per l'esecuzione di ordini di trading. In tal modo, la società potrebbe anche scambiare bilateralmente questa moneta stabile in moneta a corso legale con il proprio libro e per proprio conto. Si tratterebbe tuttavia di un'attività come ufficio di cambio di valuta soggetta a registrazione presso la FMA ai sensi dell'articolo 2 capoverso 1 lettera 1 DDA in combinato disposto con l'articolo 3 capoverso 3 lettera a DDA

³⁹⁷ Si veda il capitolo II.2.9 per l'ufficio di scambio.

³⁹⁸ Art. 2 cpv. 1 lit r TVTG nella versione modificata dalla BuA 54/2019.

(o, dopo l'entrata in vigore della TVTG, di un'attività come fornitore di servizi di cambio di valuta soggetta a registrazione).³⁹⁹

2.2.3 Conclusione Ratei e risconti per le operazioni di deposito e di moneta elettronica

Mentre l'attività di deposito si basa sull'accettazione di depositi o di altri fondi rimborsabili incondizionatamente, l'attività di moneta elettronica è definita come l'emissione di moneta elettronica, che è un valore monetario memorizzato magneticamente o elettronicamente sotto forma di un credito che può essere acquisito contro il pagamento di una somma di denaro e serve per effettuare operazioni di pagamento ed è accettato a questo scopo da persone diverse dall'emittente. Come per l'attività di deposito, le transazioni di moneta elettronica comportano l'accettazione di fondi (e la moneta elettronica stessa) che devono essere rimborsati. Da un punto di vista normativo, una transazione di deposito non esiste se i fondi vengono accettati e in cambio viene emessa direttamente moneta elettronica; si tratta di una finzione legale.

224

È quindi essenziale, sia per l'attività di raccolta di depositi che per quella di e-money, che si tenga conto della richiesta di rimborso incondizionato di fondi o di importi monetari. In questo contesto, la moneta elettronica è una faccia della stessa moneta dell'attività di raccolta dei depositi, che viene trattata in modo privilegiato a fini di vigilanza rispetto all'attività di raccolta dei depositi. La valutazione della presenza di moneta elettronica è rilevante anche in relazione ai gettoni o agli stablecoin. È essenziale chiedersi se un gettone rappresenti un gettone indipendente con un valore intrinseco e sia trattato come una merce, ad

225

³⁹⁹ Cfr. capitolo II.2.9; art. 2, par. 1, lett. l), del DDA modificato da BuA 2019/93.

esempio come un software (contenuto digitale o moneta virtuale), o se il gettone rappresenti effettivamente una rivendicazione fatta in denaro. Un'indicazione per quest'ultima ipotesi sarebbe se il gettone viene distrutto al momento del riscatto, poiché l'emittente non può vantare alcun diritto nei confronti di se stesso. In senso stretto, le valute virtuali o i contenuti digitali non vengono emessi ma venduti (offerta gettoni contro vendita gettoni).

226 Va inoltre osservato che, sostenendo che esiste un'eccezione al regime della moneta elettronica, non è possibile rilanciare l'attività di raccolta di depositi. Dogmaticamente, la moneta elettronica è ancora disponibile o il regime della moneta elettronica è ancora applicabile e, in caso di eccezione, è soggetta solo a requisiti inferiori nell'autorizzazione - in alcuni casi, la FMA deve essere informata dell'esistenza di un'eccezione e deve essere motivata. Per finzione legale, ciò non costituisce una transazione di deposito quando viene emessa moneta elettronica. Anche se l'emissione di tale moneta elettronica non richiede quindi una licenza come istituto di moneta elettronica, l'attività di deposito non può essere ripresa se è giustificata un'eccezione all'operazione di moneta elettronica. Resta aperto se un gettone può rappresentare un deposito o se questo non sempre significa che un valore monetario è memorizzato in forma elettromagnetica - e quindi la moneta elettronica. A ciò si deve probabilmente rispondere in modo affermativo, poiché l'attività di deposito riguarda direttamente solo il denaro contante e il denaro scritturale e non prevede alcuna rappresentazione dello stesso; un gettone potrebbe funzionare solo nell'ambito di un meccanismo di autenticazione per lo smaltimento dei depositi.

227

Una moneta può quindi, quando rappresenta un credito fatto con denaro a causa della proprietà elettromagnetica di un gettone, rappresentare solo moneta elettronica, ma non anche depositi. Un'operazione di deposito può essere esclusa, staccata dal riferimento ai gettoni, escludendo l'obbligo di rimborso incondizionato dei fondi, che è in realtà il caso dei depositi. Ciò sarebbe concepibile attraverso una condizione risolutiva con effetto *ex nunc*, o attraverso un accordo secondo il quale solo beni e/o servizi possono essere ottenuti con il denaro dato, ma non vi è alcun diritto incondizionato di restituzione del valore monetario. Nel caso di una condizione risolutiva, la base contrattuale verrebbe meno e dovrebbe essere invertita in base alla legge sull'arricchimento, ma non sulla base di un accordo contrattuale. A⁴⁰⁰ questo proposito, tuttavia, non sembra assolutamente necessario emettere un credito sotto forma di denaro o acquistare beni o servizi per ottenere un valore stabile e stabile. Un gettone può anche essere emesso come software in base a un accordo di diritto di riscatto a favore del consumatore. Tale

⁴⁰⁰ Successivamente, tuttavia, uno strumento finanziario può nuovamente esistere se tali monete sono standardizzate, trasferibili e negoziabili e non costituiscono uno strumento di pagamento. Una variante ipotizzabile di rappresentare un credito in una moneta, evitando sia la transazione di deposito che l'esistenza di strumenti finanziari, potrebbe essere realizzata mediante un voucher non rimborsabile per l'acquisto di beni o servizi. Tale moneta non può costituire uno strumento finanziario per il solo motivo che gli strumenti di pagamento non possono mai costituire valori mobiliari ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, n. 44 della MiFID II; cfr. anche BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 (11) Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, modificata da ultimo il 26.07.2018, Punkt 2. b) cc) Ziff 4, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html Allo stesso tempo, un voucher può essere concepito in modo tale che si applichi un'eccezione ai sensi della ZDG o della PSD II.

gettone, che rappresenta una merce, dovrebbe anche essere restituito in base alla legge sulla *condictio causa finita* o il contratto dovrebbe essere annullato (*condictio causa finita*). Tuttavia, un tale accordo ha talvolta conseguenze sul reddito e sull'imposta sul valore aggiunto.

228 *"Il perno dell'attività di raccolta dei depositi è la promessa di rimborso su cui si basa il depositante".*⁴⁰¹ *"Al contrario, un negozio giuridico manca della caratteristica di rimborsabilità nel senso di una transazione di deposito se il credito, come la richiesta di rimborso del prezzo di acquisto nel caso di un contratto di acquisto fallito, è solo un obbligo contrattuale secondario dovuto al recesso dell'acquirente dal contratto di acquisto.*⁴⁰² Affinché esista un'operazione di deposito, il rimborso deve quindi essere parte dell'accordo contrattuale in base al quale sono stati trasferiti i fondi.

229 Secondo il diritto del Liechtenstein, uno strumento finanziario in relazione alla moneta elettronica non può esistere anche se esiste un'eccezione alla transazione di moneta elettronica, il che esclude anche la transazione di deposito (che sarebbe comunque il caso ai sensi dell'art. 1a cpv. 2 dell'ordinanza sulle banche se i fondi fossero accettati in relazione all'emissione di un'obbligazione), poiché in questo caso esiste ancora uno strumento di pagamento, il che a sua volta esclude l'esistenza di un titolo trasferibile.

230 Se viene emesso un titolo in forma scritturale standardizzato, trasferibile e negoziabile, che non è uno strumento di pagamento e che deve essere riscattato dopo un certo periodo di tempo e sul quale vengono

⁴⁰¹ *Demmelmair/Reschke in Beck/Samm/Kokemoor, KWG con CRR, § 1 comma 1 S 2 n. 1 KWG, Rz 109.*

⁴⁰² *Demmelmair/Reschke in Beck/Samm/Kokemoor, KWG con CRR, § 1 Abs. 1 S 2 Nr 1 KWG, Rz 110b.*

concessi interessi, esiste potenzialmente un gettone di garanzia che rappresenta un'obbligazione. A differenza di quanto avviene in Germania, nel Liechtenstein le unità di conto e quindi (gettoni sotto forma di) e-money non sono state legalizzate come strumenti finanziari. Ai sensi della MiFID II e della legge bancaria, il concetto di strumenti finanziari non è compatibile con gli strumenti di pagamento. Ad eccezione del concetto di moneta elettronica, uno strumento di debito come un'obbligazione non può esistere senza un esplicito requisito legislativo.

Né gli strumenti del mercato monetario servono ad effettuare operazioni di pagamento, come nel caso degli strumenti di pagamento. L'XCHF emesso in Svizzera, ad esempio, è un'obbligazione a breve termine (un mese) con un interesse dello 0% e un rollover automatico (strumento del mercato monetario). Di conseguenza, il commercio di un tale strumento richiede - secondo l'intesa del Liechtenstein - l'autorizzazione come centro di negoziazione regolamentato; l'esecuzione di operazioni di pagamento non può essere prevista, poiché altrimenti non esiste alcuno strumento finanziario.⁴⁰³ Se esiste uno strumento con il quale è possibile effettuare pagamenti (denaro contante e fiat money,

⁴⁰³ Dieses Hintergrundes war man sich bewusst, lautet es im Prospekt zum XCHF doch wie folgt: *“Lo scopo principale del CryptoFranc è di servire come strumento di liquidità per l'ecosistema crittografico svizzero. Per esempio, un trader Bitcoin (BTC) potrebbe usarlo per trasferire temporaneamente fondi in CryptoFranc o una startup svizzera potrebbe usarlo per raccogliere fondi nella sua valuta contabile invece di usare le valute crittografiche volatili. Non è destinato ad essere utilizzato come deposito a lungo termine di franchi svizzeri, né come mezzo di pagamento per le transazioni quotidiane.* ”, <https://www.swisscryptotokens.ch/wp-content/uploads/2019/10/Prospectus-XCHF-2019-10-v1.1.pdf>

e-money o buoni acquisto), ciò esclude l'esistenza di un titolo trasferibile e quindi di uno strumento finanziario.⁴⁰⁴

- 232 In termini generali, si può affermare che i depositi hanno principalmente il carattere di un deposito di valore o di uno scopo di risparmio, mentre la moneta elettronica si concentra sull'esecuzione di operazioni di pagamento e quindi ha uno scopo di pagamento, e che gli strumenti finanziari hanno in ultima analisi un carattere di investimento. Le valute virtuali, invece, possono combinare uno o tutti questi scopi e funzionalità ancora più estese (ad es. funzione di accesso, creazione di consenso, ecc.).⁴⁰⁵

2.2.4 Operazioni bancarie (attività creditizia)

- 233 Oltre alla trasformazione del rischio - la trasformazione delle dimensioni dei lotti e delle scadenze - l'attività di deposito, che è riservata alle banche, costituisce un ponte tra le principali aree di attività delle banche e l'attività creditizia, che è indicata nell'attivo dello stato patrimoniale della banca. Nel Liechtenstein, questo è definito come il *prestito commerciale di fondi esterni a un gruppo non definito di mutuatari*⁴⁰⁶. Tali operazioni di prestito sono da presumere se, sulla base di un contratto di prestito o di credito di diritto civile, la data di valuta è fornita in corso

⁴⁰⁴ Art. 4 cpv. 1 n. 44 MiFID II o art. 3a cpv. 1 Z 42 BankG.

⁴⁰⁵ Si vedano le osservazioni di cui al considerando 10 della quinta direttiva ARC.

⁴⁰⁶ Art. 1a cpv. 1 lit. b BankV.

legale.⁴⁰⁷ La definizione, secondo cui solo il prestito di fondi esteri dovrebbe costituire un'operazione patrimoniale, sembra strana e risale alle deliberazioni del Landtag del 14.05.1992. In base⁴⁰⁸ a ciò, è stato espresso il parere che il prestito di fondi propri non costituisce un'operazione bancaria nel senso di un'operazione di prestito, motivo per cui è⁴⁰⁹ stata infine modificata la formulazione originaria della LBU 1992/8 relativa all'art. 3 cpv. 3 lett. b BankG. *"Il paragrafo 4 lett. b) si riferisce solo al "prestito di fondi a un gruppo non definito di mutuatari". A questo proposito, va detto - anche se le banche qui presenti tengono conto del fatto che naturalmente prestano non solo fondi propri ma anche fondi esterni ai mutuatari - che questa formulazione potrebbe dare adito a un'interpretazione errata in quanto si potrebbe dire che il prestito commerciale di fondi propri è anche un'operazione bancaria. E questo sarebbe fundamentalmente sbagliato. Nessuno può negare a nessuno il diritto di prestare i propri fondi a titolo professionale - esclusi i propri fondi. È impensabile nella nostra economia libera".*⁴¹⁰ L'art. 4 cpv. 1 n. 1 CRR definisce gli istituti di credito nell'ambito dell'attività creditizia come imprese che concedono crediti per conto proprio. Da ciò non si può dedurre alcun riferimento al prestito di fondi esterni.

⁴⁰⁷ Laurer/Kammel in Laurer/Schütz/Kammel/Ratka (Hrsg), art. 1 LBV, n. 9; BaFin, foglio informativo sull'attività creditizia, datato 08.01.2009, modificato da ultimo il 02.05.2016, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090108_tatbestand_kreditgeschaef.html

⁴⁰⁸ Protocollo del Landtag del 14.05.1992 sulla legge bancaria, pag. 730.

⁴⁰⁹ All'epoca ancora nell'art. 3 cpv. 4 lett. b LBanca, nella versione modificata dalla LBanca 1992/8.

⁴¹⁰ Ritter im LTP del 14 maggio 1992 sulla legge bancaria, pag. 730.

Secondo un'interpretazione autonoma del diritto europeo,⁴¹¹ anche i prestiti di capitale proprio nel senso di attivi correnti ai sensi del CRR costituiranno attività di prestito nel Liechtenstein; qualsiasi altra interpretazione sarebbe insostenibile. Tuttavia, come spiegato nella FN 420 al 28.06.2019 la CRR non è ancora direttamente applicabile nel Liechtenstein a causa della mancanza di una decisione del Comitato misto SEE, ma è stata semplicemente implementata in anticipo.

234 Ai sensi dell'art. 8 cpv. 4 ZDG, gli istituti di pagamento possono concedere crediti anche a condizione che la concessione di crediti sia un'attività accessoria e che tali crediti siano concessi solo in relazione al traffico dei pagamenti. Inoltre, tali prestiti devono essere rimborsati entro e non oltre 12 mesi dall'emissione e non possono essere concessi con fondi che sono stati accettati o detenuti con l'intenzione di realizzare operazioni di pagamento.

235 In relazione alle piattaforme basate su software, occorre fare in modo che non vengano concessi prestiti peer-to-peer (crowdlending) senza l'apposita autorizzazione. Tutti i creditori che prestano il loro denaro su base commerciale sono soggetti ad autorizzazione. Senza una corrispondente licenza come banca dei rispettivi finanziatori, il gestore di tale piattaforma sarebbe anche potenzialmente coinvolto in attività non autorizzate, a meno che i prestiti non siano stati semplicemente intermediati e la concessione dei prestiti sia stata effettuata da banche debitamente autorizzate. Inoltre, l'accredito di gettoni non è coperto dall'attività di credito. Infine, anche i servizi soggetti alla ZDG possono

⁴¹¹ Il diritto comunitario direttamente applicabile deve essere interpretato in modo autonomo a livello comunitario, mentre le direttive devono essere interpretate in conformità del diritto comunitario.

svolgere un ruolo su tali piattaforme e possono essere soggetti ad autorizzazione.⁴¹²

A differenza dell'Austria, ad esempio, nel Liechtenstein solo l'attività di factoring non generica costituisce una concessione di credito.⁴¹³ Con il factoring vero e proprio, una società di factoring acquista crediti e si assume anche il rischio del credere (e diventa così un nuovo creditore).⁴¹⁴ La società (factor) che acquista i crediti deve quindi preoccuparsi del loro incasso e farsi carico del rischio di insolvenza. Nel caso del factoring fittizio, tuttavia, il fattore non si assume questo rischio di insolvenza.⁴¹⁵ Il fattore che agisce in questo modo fornisce al titolare del credito liquidità. Questa messa a disposizione di liquidità è un'operazione di credito riservata alle banche (art. 3 cpv. 3 lett. b LBCR).⁴¹⁶

⁴¹² BaFin, Crowdlending, datato 4 gennaio 2018, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending_node.html

⁴¹³ § L'articolo 1, comma 2, punto 16 della BWG riguarda "l'acquisto di crediti derivanti dalla fornitura di beni o servizi, l'assunzione del rischio di recuperabilità di tali crediti e, in relazione a ciò, l'incasso di tali crediti", vale a dire il factoring vero e proprio e il factoring non vero e proprio come operazione bancaria.

⁴¹⁴ Il credito viene ceduto secondo il diritto civile mediante cessione (§ 1392 ABGB). Il cedente (ex creditore) trasferisce il suo credito nei confronti del cedente (debitore) al cessionario (nuovo creditore). Il factoring si differenzia dall'attività di incasso in quanto nel factoring i crediti sono ceduti dopo la fatturazione, mentre nell'incasso i crediti di terzi sono incassati a nome di terzi (in via stragiudiziale).

⁴¹⁵ Anche l'accordo che il factor deve riscuotere il credito dal debitore e che il factor può ricorrere al creditore precedente se il debitore non paga il credito (unione del debito, come la garanzia ai sensi dell'art. 1346 ABGB) costituisce un factoring non originale.

⁴¹⁶ Cfr. *Laurer/Kammel a Laurer/Schütz/Kammel/Ratka* (a cura di), art. 1 LBV, cpv. 24.

237 Per quanto riguarda i gettoni, la vera attività di factoring nel Liechtenstein può essere interessante per gli imprenditori che vogliono consentire ai loro clienti di acquistare i loro beni e/o servizi con i gettoni per creare ulteriori canali di vendita, anche se essi stessi non vogliono necessariamente accettare i gettoni al posto del pagamento.

238 Questo può essere strutturato in modo tale che un commerciante e i suoi clienti stipolino un rapporto contrattuale per l'acquisto di beni e/o servizi, in cui si stipula che il cliente deve un importo di valore denominato in moneta a corso legale, pagabile in gettoni.⁴¹⁷ L'esercente cede successivamente tale credito ad un fattore come nuovo creditore senza alcuna formalità, per cui il prezzo dei beni e/o servizi acquistati meno una tassa di servizio può essere utilizzato come prezzo di cessione.⁴¹⁸ Il nuovo creditore si assume quindi il rischio del credere e deve cercare di riscuotere il credito. In questa costellazione, un commerciante e successivamente un creditore precedente paga un consumatore o un cliente in qualità di debitore, che trasferisce il suo corrispettivo, denominato in moneta a corso legale, pagabile in gettoni al factor e al nuovo creditore a cui è stato ceduto il credito, passo dopo passo. Successivamente, il fattore deve consegnare l'importo dovuto al concessionario in qualità di creditore cedente in corso legale - dopo l'eventuale differimento. Il fattore può cambiare i gettoni in moneta a corso legale contro il proprio libro⁴¹⁹, oppure può scambiarli con altri intermediari. Questa

⁴¹⁷ Ad esempio, il tasso di cambio dei gettoni a corso legale utilizzato per estinguere la responsabilità del cliente può essere fissato al tasso al momento del trasferimento dei gettoni per estinguere la responsabilità.

⁴¹⁸ Il debitore deve essere informato di questo incarico.

⁴¹⁹ Ciò costituirà un bureau de change o, dopo l'entrata in vigore della TVTG, l'attività di fornitore di servizi di scambio di valuta estera; cfr. capitolo II.2.9.

procedura può essere implementata di conseguenza tramite un'interfaccia tecnica e, a seconda della forma specifica che assume, non fa scattare ulteriori requisiti di omologazione ai sensi del diritto del Liechtenstein.

2.2.5 Conclusione Attività di acquisizione e di factoring

L'attività di prestito o di credito è definita come il prestito di fondi esterni a un gruppo non definito di mutuatari. Per quanto riguarda i modelli di business basati sul token, l'attività creditizia può svolgere un ruolo in particolare in relazione al factoring. A differenza dell'Austria, nel Liechtenstein il factoring non è definito di per sé come attività bancaria e non è quindi riservato alle banche. Bisogna piuttosto distinguere tra il factoring genuino e quello non genuino - in altre parole, bisogna determinare chi porta il del credere. Se un factor assume professionalmente i crediti insieme al rischio di insolvenza, ciò costituisce un vero e proprio factoring, che non è coperto dal diritto di vigilanza del Liechtenstein. La situazione è diversa con il business del factoring non generazionale. Il del credere non viene trasferito al factor (analogamente al recupero crediti) e fornisce liquidità a chi porta il del credere. Il fattore agisce quindi come prestatore e svolge l'attività creditizia riservata alle banche.

239

2.3 Gettoni come strumenti finanziari

Oltre alle tradizionali operazioni attive e passive, la legge bancaria disciplina anche gli strumenti finanziari e i relativi servizi di investimento. Nella misura in cui i gettoni rappresentano strumenti finanziari ai sensi dell'appendice 2 sezione C della legge bancaria e dell'appendice I sezione C della MiFID II, essi sono digitalizzati o gettonati a livello

240

tecnico, ma tali gettoni di sicurezza non perdono di conseguenza il loro status di strumenti finanziari. I servizi che si riferiscono a tali gettoni di sicurezza sono di solito coperti anche dalle normative dei mercati finanziari. Soprattutto l'offerta o il commercio dei gettoni è importante, poiché la creazione o la generazione puramente tecnica (non professionale) di gettoni di per sé - senza ulteriore commercializzazione mediante l'emissione degli stessi - non è di ulteriore rilevanza normativa.

- 241 Ai sensi dell'art. 1 cpv. 3 lett. c della legge sulle banche, la legge sulle banche serve anche per il recepimento e l'attuazione della MiFID I. In caso di armonizzazione all'interno dell'UE o del SEE, la MiFID II e la MiFIR⁴²⁰, così come la CRR e la CRD IV, possono essere utilizzate per interpretare altre definizioni del diritto bancario e del mercato finanziario.⁴²¹ La MiFID II è stata recepita in anticipo dalla legge nazionale nella legge bancaria e in altre leggi speciali sul mercato dei capitali.⁴²²

⁴²⁰ Regolamento UE 600/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15.05.2014 sui mercati degli strumenti finanziari, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/600/oj>. Ciò è importante per il Liechtenstein, soprattutto perché per il MiFIR, così come per la MiFID II, a partire dal 28.06.2019, la risoluzione di adozione del Comitato misto SEE nell'acquis SEE è ancora in fase di progetto e anche il regolamento non verrebbe preso in considerazione senza una preventiva attuazione nazionale, <https://www.efta.int/eea-lex/32014R0600>, <https://www.efta.int/eea-lex/32014L0065>.

⁴²¹ Art. 3a cpv. 2 LBN; lo status della CRD IV e della CRR è anche "Entrata in vigore della decisione del comitato misto (JCD) in attesa" a partire dal 28.06.2019 <https://www.efta.int/eea-lex/32013R0575>, <https://www.efta.int/eea-lex/32013L0036> e questi atti giuridici sono stati attuati nel Liechtenstein solo in precedenza a livello nazionale.

⁴²² BuA 2017 / 14 del 04.04.2017 e BuA 2017/72 del 26.09.2017. Al 29.03.2019, esisteva solo un progetto di decisione del Comitato misto SEE per l'integrazione della MiFID II nell'acquis del SEE.

L'art. 3 cpv. 2 in combinato disposto con il cpv. 3 lett. d della legge sulle banche definisce come operazioni bancarie i servizi di investimento e i servizi accessori elencati in modo esaustivo nell'allegato 2 cpv. A e B della legge sulle banche, che si riferiscono ai gruppi di strumenti finanziari elencati in modo altrettanto esaustivo nell'allegato 2 cpv. C della legge sulle banche, nella misura in cui sono esercitati a titolo professionale.⁴²³ Nel Liechtenstein, questi sono riservati alle banche e alle società d'investimento e si basano su strumenti finanziari. Gli strumenti finanziari ai sensi dell'allegato 2, sezione C dell'UB possono essere semplificati in azioni (titoli di capitale)⁴²⁴ e obbligazioni (titoli di debito)⁴²⁵ o certificati sugli stessi (strumenti del mercato dei capitali), strumenti del mercato monetario⁴²⁶ e derivati⁴²⁷. Il capitale proprio è sostanzialmente presente se il finanziamento è messo a disposizione per un periodo di tempo illimitato e ha un valore nominale da versare⁴²⁸, mentre il capitale di debito è caratterizzato da un termine oltre il quale deve essere rimborsato con gli interessi; entrambi sono esposti al passivo dello stato patrimoniale (crediti dei soci o dei creditori verso la società).

243

⁴²³ Cfr. anche l'art. 2 cpv. 1 dell'ordinanza sulle banche in materia di attività commerciale.

⁴²⁴ Allegato 2 Sezione C n. 1 lit a e n. 3 della BankG; nella dizione della PGR anche i diritti di socio.

⁴²⁵ Allegato 2 Sezione C n. 1 lett. b della legge bancaria; nella dizione della PGR anche i titoli di debito.

⁴²⁶ Allegato 2 Sezione C n. 2 della BankG.

⁴²⁷ Allegato 2 Sezione C n. 1 lit. c e n. 4-10 della legge bancaria.

⁴²⁸ A differenza, ad esempio, dei certificati di partecipazione agli utili, si veda l'Art. 304 (3) PGR.

I gettoni che hanno caratteristiche di strumenti finanziari o che rappresentano diritti comparabili sono successivamente classificati come strumenti finanziari. Di conseguenza, anche le attività relative a tali gettoni di sicurezza sono registrate come richiedenti un'autorizzazione ai sensi della legge bancaria o di altre normative pertinenti, a condizione che non si verificano circostanze eccezionali. Si noti che i servizi accessori possono essere forniti solo da persone in possesso di una licenza che li autorizza a prestare servizi di investimento.⁴²⁹

- 244 A differenza di Germania e Austria, il Liechtenstein si è astenuto dal creare ulteriori strumenti finanziari a livello nazionale, come gli investimenti ai sensi del § 1 comma 1 n. 3 della legge austriaca sui mercati dei capitali del 2019 o gli investimenti ai sensi del § 1 comma 2 della legge tedesca sugli investimenti di capitale. Si tratta, ad esempio, di quote di patrimonio (patrimonio fiduciario) o di obbligazioni nominative, di partecipazioni⁴³⁰ in società in accomandita semplice, di partecipazioni tacite o di una partecipazione in un GesbR.⁴³¹

2.3.1 Valori mobiliari

- 245 Al fine di proteggere gli investitori, il termine "valore mobiliare", che è un sottoinsieme di strumenti finanziari, deve essere interpretato in

⁴²⁹ Articolo 2, comma 2, dell'ordinanza sulle banche.

⁴³⁰ BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, modificato da ultimo il 26.07.2018.

⁴³¹ Circolare 07/2012 della FMA austriaca sulle questioni relative al diritto dei prospetti del 4 dicembre 2012, n. marg. 49 (pag. 12); *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2a edizione, art. 1 n. marg. 47 e segg.

modo estensivo a fini di vigilanza.⁴³² Anche se il catalogo degli strumenti finanziari di cui all'allegato I sezione C della MiFID II o all'allegato 2 sezione C della legge bancaria è in linea di principio⁴³³ solo di natura dimostrativa, le categorie elencate sono probabilmente di natura fiscale⁴³⁴ (l'art. 4 cpv. 1 n. 44 lit a MiFID II disciplina gli strumenti di capitale proprio, gli strumenti di debito lit b leg cit e gli strumenti derivati lit c leg cit). I⁴³⁵ gettoni, che contengono quindi un interesse di de-

⁴³² Cfr. ad es. *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2a edizione, § 1 Rz 62.

⁴³³ Sebbene l'Allegato 2 Sezione C n. 1 della legge bancaria non definisca i valori mobiliari in modo esaustivo, in quanto si riferisce a valori mobiliari come i titoli di capitale, i titoli di debito e gli strumenti derivati, l'esistenza di un valore mobiliare richiede anche la comparabilità con gli strumenti elencati, una cosiddetta equivalenza funzionale. Vedi *Schopper/Raschner*, Die Aufsichtsrechtliche Einordnung von Krypto-Börsen in Österreich, ÖBA 4/2019, pag. 249 (253).

⁴³⁴ Vgl *Hacker/Thomale*, Regolamentazione dei crypto-securezze: ICO, Vendite di gettoni e crittovalute ai sensi del diritto finanziario dell'UE, 22.11.2017, zuletzt überarbeitet am 13. Dezember 2017, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820, S. 25: *"Tuttavia, è proprio per i nuovi tipi di prodotti d'investimento, come i gettoni, che l'elenco diventa rilevante: offre esempi archetipici di titoli che mostrano ciò che il legislatore aveva in mente nella regolamentazione di questi enti. Da un punto di vista funzionale, i gettoni devono essere almeno paragonabili a questi titoli tipici per far scattare la regolamentazione dei titoli"*.

⁴³⁵ Cfr. BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, modificata da ultimo il 26.07.2018, secondo la quale, ad esempio, le azioni di un patrimonio detenute da un emittente a proprio nome e per conto di terzi costituiscono cosiddetti investimenti che rientrano nel diritto nazionale tedesco di vigilanza, ma non costituiscono strumenti finanziari ai sensi della MiFID II. Ad esempio, i certificati fiduciari ai sensi dell'Art. 928 PGR non sono in linea di principio da considerare come valori mobiliari nel senso di strumenti finanziari, in quanto sono solo titoli di diritto civile e conferiscono al

bito simile a quello di un creditore di titoli di debito o un interesse azionario simile a quello di un azionista, sono funzionalmente equivalenti⁴³⁶ alle categorie di valori mobiliari sopra menzionate e devono quindi essere trattati come tali strumenti finanziari.⁴³⁷ Poiché la MiFID II non collega il concetto di strumento finanziario ad alcuna aspettativa di profitto, i gettoni in relazione ai cosiddetti meccanismi di proof-of-stake di una catena a blocchi, che sono talvolta utilizzati per la costruzione del consenso, non rientrano nel concetto di strumenti finanziari. In questo caso, ad esempio, i ritorni possono essere generati dalla rete decentralizzata, o in generale si possono stipulare accordi tenendo dei gettoni ("ge-staked"). Tuttavia, si tratta di una funzione che garantisce il funzionamento di una catena a blocchi o la creazione di un consenso su tale catena a blocchi e non viene generato alcun reddito passivo, dividendo o basato sugli interessi, ma il detentore di un gettone riceve un tale corrispettivo solo per la fornitura di servizi specifici (ad esempio

titolare il diritto di godere della proprietà fiduciaria; solo l'equivalenza funzionale con gli strumenti finanziari dovrebbe essere esaminata sulla base di un'eventuale standardizzazione. Tuttavia, anche se tali certificati fiduciari sono strutturati in modo trasferibile, essi rappresentano una partecipazione diretta ad attività (specifiche) che nessuno strumento finanziario secondo il canone finale degli strumenti finanziari ai sensi della MiFID II può stabilire.

⁴³⁶ Negli Stati Uniti, il concetto di strumento finanziario è legato a un'aspettativa di profitto secondo il cosiddetto test howey. La MiFID II non si basa su tale aspettativa di profitto, ma l'aspettativa di flussi di cassa futuri in relazione a un credito può essere funzionalmente comparabile o equivalente ai valori mobiliari e quindi qualificarsi come strumento finanziario. Cfr. *Hacker/Thomale*, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, 22.11.2017, rivisto da ultimo il 13 dicembre 2017, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820 pag. 26.

⁴³⁷ *Höhlein/Weiß*, *Krypto-Assets, ICO e Blockchain: Prospectus law perspective and supervisory practice*, RDF 2019, p. 116 (p. 119 mwN).

per la convalida delle transazioni su una catena a blocchi). In assenza di rappresentazione di un interesse azionario o di debito (un credito nei confronti di un'entità), tali meccanismi di picchettamento o, più in generale, funzioni di governance e di consenso di gettoni in una catena a blocchi non soddisfano il concetto di strumento finanziario.

Nonostante l'esegesi intrinsecamente ampia dei valori mobiliari, non va dimenticato che la definizione prudenziale di valori mobiliari è solo un sottoinsieme dei valori mobiliari di diritto civile. In base al⁴³⁸ diritto dell'Unione, gli strumenti finanziari sono⁴³⁹ quindi disciplinati in modo definitivo nei limiti delle categorie sopra elencate, ma in base alla legislazione nazionale, oltre alla definizione di strumenti finanziari, altri prodotti di investimento possono essere soggetti a determinate regolamentazioni. È importante notare che i titoli standardizzati, trasferibili e negoziabili, ma che sono strumenti di pagamento con i quali è possibile effettuare operazioni di pagamento, non sono valori mobiliari e quindi

⁴³⁸ *Zivny*, KMG, breve commento, 2a edizione, § 1 Rz 62.

⁴³⁹ Vgl FCA (UK Financial Conduct Authority), The Perimeter Guidance Manual (PERG release 42 September 2019), Chapter 13, Guidance on the scope of MiFID and CRD IV, section 13.4 (S 17; Q28), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf> <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>, aufgerufen am 15.09.2019, 17:19.

non costituiscono strumenti finanziari.⁴⁴⁰ Pertanto, anche i buoni (gettonati) o l'e-money non costituiscono, secondo il Liechtenstein, strumenti finanziari.⁴⁴¹

247 I valori mobiliari sono definiti nell'art. 3a cpv. 1 n. 42 LBCR come classi di⁴⁴² valori mobiliari negoziabili sul mercato dei capitali, ad eccezione

⁴⁴⁰ Art. 3a cpv. 1 n. 42 Legge sulle banche; Art. 4 cpv. 1 n. 44 MiFID II; BaFin, Note sugli strumenti finanziari ai sensi del § 1 cpv. 11 frasi da 1 a 3 LBCR, 20.12.2011, modificata da ultimo il 26.07.2018, cifra 2. b) cc) n. 4, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html

⁴⁴¹ La situazione è diversa in Germania, dove le unità di conto sono registrate come tipo di strumento finanziario separato - cfr. sezione 1 (11) n. 7 della LAMal - "unità di conto". Secondo il diritto tedesco, si pone la questione di come ciò valga per uno strumento di pagamento che rappresenta anche un'unità di conto (ad es. un buono rappresentato da un gettone).

⁴⁴² Le categorie o classi non sono definite, ma si basano sul diritto civile e sono descritte dalle autorità nazionali di vigilanza nell'UE come diritti fungibili, scambiabili o identici concessi a una serie di investitori. Ciò si basa principalmente sulla standardizzazione e sull'equivalenza funzionale. Se un investitore ha un credito individualizzato nei confronti di un'entità, non si tratta di un credito generico e non è una standardizzazione. Sebbene tale diritto sia un diritto di garanzia o di iscrizione in un libro nel senso del diritto civile, non è uno strumento finanziario secondo la valutazione regolamentare. Cfr. ESMA Annex 1 Legal qualification of crypto-assets - survey to NCAs, gennaio 2019, ESMA50-157-1384, nota a margine 16, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf. L'attenzione ai diritti giustificabili rende anche chiaro che un documento ai sensi della legge sui valori mobiliari non è necessariamente necessario per l'esistenza di uno strumento finanziario.

dei mezzi di pagamento.⁴⁴³ Per qualificarsi come titoli trasferibili, è essenziale che esistano cartolarizzazioni negoziabili, che di solito sono fornite in grandi quantità e con un contenuto equivalente. Gli investitori acquisiscono diritti identici senza la possibilità di individualizzare tali diritti, che si riferiscono allo strumento sottostante, o senza la possibilità di individualizzare il processo di acquisizione.⁴⁴⁴

La natura dei valori mobiliari come strumenti finanziari, che è legata 248 all'applicabilità delle leggi speciali del diritto del mercato dei capitali⁴⁴⁵ ed è quindi necessaria, deve essere basata su tutte le classi di valori mobiliari che possono essere negoziati sul mercato dei capitali, ad eccezione del contante.⁴⁴⁶ La definizione di valori mobiliari contiene quindi tre elementi positivi reciprocamente dipendenti: In primo luogo, la trasferibilità, che è la condizione della seconda caratteristica, la negoziabilità (sul mercato dei capitali), e infine la standardizzazione. La standardizzazione dei titoli si basa essenzialmente sul termine generico

⁴⁴³ Si veda l'art. 4, comma 1, n. 44 della MiFID II; si noti che gli strumenti del mercato dei capitali, che insieme agli strumenti del mercato monetario costituiscono strumenti del mercato finanziario, si differenziano dagli strumenti di pagamento in quanto i primi servono a scopi di investimento e i secondi servono a operazioni di pagamento. Gli strumenti finanziari e gli strumenti di pagamento si escludono a vicenda; tuttavia, i gettoni hanno talvolta il carattere di investimenti e hanno anche una funzione di pagamento - tali valute virtuali non soddisfano quindi né il concetto di strumento finanziario né quello di strumento di pagamento. Cfr. ESMA Annex 1 Legal qualification of crypto-assets - survey to NCAs, January 2019, ESMA50-157-1384, margin no. 38 ff., https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf

⁴⁴⁴ *Zivny*, KMG, breve commento, 2a edizione, § 1 Rz 61.

⁴⁴⁵ Per esempio la BankG, WPPG, VVG, AIFMG, ecc.

⁴⁴⁶ Articolo 3a comma 1 riga 42 della legge sulle banche.

generale. Si tratta di diritti identici fungibili, scambiabili o emessi in massa; non è necessario che per l'esistenza di uno strumento finanziario sia stato effettivamente emesso un certificato fisico - anche i titoli in forma scritturale possono soddisfare il concetto di valori mobiliari e quindi di strumenti finanziari.

- 249 Ai sensi dell'art. 4, comma 1, n. 17 della MiFID II, anche gli strumenti del mercato monetario sono simili⁴⁴⁷ ai valori mobiliari per le caratteristiche necessarie e sono definiti come *"le classi di strumenti normalmente negoziati sul mercato monetario, come i buoni del tesoro, i certificati di deposito e le carte commerciali, ad eccezione degli strumenti di pagamento"*. Il Regolamento Del sulla MiFID II⁴⁴⁸ prevede inoltre all'art. 11 che gli strumenti del mercato monetario sono intrinseci agli strumenti del mercato monetario, che il loro valore può essere determinato in qualsiasi momento, che non sono derivati e che la loro scadenza all'emissione è di massimo 397 giorni.⁴⁴⁹

a. Standardizzazione

250

⁴⁴⁷ Assmann in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg), Legge sul commercio di valori mobiliari, § 2 WpHG, n. marg. 40 e segg.; cfr. anche Reschke in Beck/Samm/Kokemoor (Hrsg), Legge bancaria tedesca con CRR, § 1 KWG, n. marg. 1031.

⁴⁴⁸ Del Regolamento 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj.

⁴⁴⁹ Per una definizione simile si veda anche l'articolo 2, paragrafo 1 lit o UCITS, nonché l'articolo 50, paragrafo 1 lit a, b, c e h UCITS e il considerando 36 dell'UCITS; si veda anche l'articolo 10, paragrafo 1 lit a del Regolamento 2017/1131 sui fondi del mercato monetario, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/1131/oj>.

Il concetto di genere deve essere valutato secondo il diritto civile e non secondo il diritto di vigilanza. Il genere si basa su diritti giustificabili, quindi diversi, ma simili e quindi sostituibili (genere debito - uno sostituisce l'altro). L'ABGB non fa in realtà la distinzione tra beni fungibili e non fungibili, ma distingue tra beni di consumo e beni non consumabili.⁴⁵⁰ Ragionevoli, cioè fungibili, le cose non possono essere distinte l'una dall'altra per mancanza di caratteristiche individuali utili - a differenza delle cose ingiustificabili che non possono essere descritte in termini di genere - e sono quindi intercambiabili a piacere. Nei negozi giuridici, gli oggetti fungibili sono determinati dalla misura, dal numero e dal peso. Mentre la fungibilità dei beni fungibili si basa sull'opinione del commercio, il debito di genere o di specie è determinato dalla volontà e dall'accordo delle parti, a seconda che l'oggetto della prestazione sia definito in base a caratteristiche generali o individuali.⁴⁵¹ Anche se nel Liechtenstein la parte del diritto di proprietà della ABGB è stata sostituita da disposizioni giuridiche autonome, il diritto di proprietà del Liechtenstein ai sensi della sezione sull'usufrutto di cui agli art. 232 e 244 SR e anche la PGR di cui all'art. 681 cpv. 3 PGR in relazione alla società in accomandita semplice conosce oggetti fungibili o consumabili e le spiegazioni austriache possono essere utilizzate *ceteris paribus*.⁴⁵²

⁴⁵⁰ § 301 öABGB; l'art. 20 SR o la base della prescrizione art. 641 ZGB non definiscono affatto la questione. Essa afferma solo che "*chiunque sia il proprietario di una cosa può disporre a sua discrezione nei limiti dell'ordinamento giuridico*".

⁴⁵¹ Helmich in Kletečka/Schauer, ABGB-ON 1.04, § 301, Rz 5 e 6.

⁴⁵²Cfr. anche Opilio, Arbeitskommentar zum Liechtensteinischen Sachenrecht, Vol. 1, art. 216, art. 216, n. marg. 008, per quanto riguarda il termine generico.

251 La standardizzazione è pertanto un prerequisito se una classe di titoli o titoli in forma scritturale con diritti comparabili viene cartolarizzata o, nel caso di titoli in forma scritturale, viene rappresentata (ad es. tramite un token). Ciò si può presumere se i diritti incorporati in un documento o i diritti di proprietà dematerializzati senza documenti⁴⁵³ possono essere scambiati a piacere, ad esempio, per farli valere, per cui tali diritti rappresentati in strumenti raggiungono la fungibilità e la capacità di circolazione. Di conseguenza, i valori mobiliari o i titoli non certificati possono essere negoziati in base al tipo e al numero di quote, per cui i diritti non possono essere individualizzati su richiesta di un investitore o altrimenti modificati (diritti identici).⁴⁵⁴ Inoltre, le negoziazioni basate sulla standardizzazione devono essere basate esclusivamente sul prezzo e non devono essere associate condizioni individualizzate alla conclusione delle negoziazioni (identico processo di acquisizione).⁴⁵⁵

b. Tradabilità sul mercato dei capitali

252 La negoziabilità richiesta come caratteristica dei valori mobiliari si basa sulla negoziabilità sul mercato dei capitali.⁴⁵⁶ Ciò richiede anche che i

⁴⁵³ Diritti di valore, che sono rappresentati, ad esempio, da gettoni.

⁴⁵⁴ Si veda anche il Titolo I. Capitolo I.1.2 sulla standardizzazione attraverso l'equivalenza funzionale in caso di depositum irregolare.

⁴⁵⁵ *Seggermann in Brandl/Saria, WAG*, 2a edizione, § 1, nota a margine 56.

⁴⁵⁶ Il Del-VO 2017/568 su MiFID II, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/568/oj, fornisce nel suo art. 1 una definizione di commerciabilità gratuita. Di conseguenza, i valori mobiliari sono considerati liberamente negoziabili se *possono essere scambiati tra le parti di una transazione e successivamente trasferiti e se tutti i titoli appartenenti alla stessa categoria del titolo in questione sono fungibili*.

titoli possano essere negoziati su piattaforme di negoziazione che portano regolarmente posizioni di domanda e offerta di massa di tali titoli da parte di potenziali miriadi di parti interessate. Oltre ai mercati regolamentati, ai sistemi multilaterali di negoziazione⁴⁵⁷⁴⁵⁸ e ai sistemi organizzati di negoziazione, il concetto di piattaforma di negoziazione, che non è né tecnicamente né legalmente definito, comprende anche gli internalizzatori sistematici, cioè sia la negoziazione ⁴⁵⁹in borsa che fuori borsa. Ciò che conta non è l'effettiva negoziazione dei titoli, ma solo la possibilità di base di offrirli o richiederli in grandi quantità. Di conseguenza, una questione adeguatamente voluminosa è indispensabile fin dall'inizio. A differenza dei mercati regolamentati, tuttavia, non vi è l'obbligo del flottante.⁴⁶⁰

Per il criterio della negoziabilità è irrilevante che il mercato dei capitali 253 sia organizzato, cioè che sia o meno un mercato regolamentato regolamentato e controllato dallo Stato, poiché la negoziabilità si basa su tutti i mercati dei capitali. Il mercato dei capitali non è definito esplicitamente dalla legge, ma in generale comprende non solo i mercati regolamentati pubblici ("borse valori") ma anche i mercati di capitali privati come il MTF e l'OTF di cui sopra, nonché i mercati OTC. In quanto tali, anche le borse decentralizzate (DEX) fanno⁴⁶¹ parte dei mercati finanziari e dei capitali. Come spiegato in precedenza, non è importante che

⁴⁵⁷ Multilateral Trading Facility / Multilateral Trading System; MHS.

⁴⁵⁸ Organised Trading Facility / Organised Trading System; OHS.

⁴⁵⁹ OTC-Trade; al banco.

⁴⁶⁰ *Seggermann in Brandl/Saria, WAG*, 2a edizione, § 1, margine n. 54.

⁴⁶¹ Protocolli decentralizzati basati sulla tecnologia dei Ledger distribuiti, come la catena a blocchi, che non hanno un operatore centrale e sono di fatto gestiti

i titoli o i titoli in forma scritturale siano effettivamente negoziati, ma è sufficiente che la negoziazione di questi prodotti d'investimento sia possibile.⁴⁶²

- 254 Inoltre, l'elemento della commerciabilità non richiede la commerciabilità gratuita. Ai sensi dell'art. 51 cpv. 1 della MiFID II, la libera negoziabilità è⁴⁶³ richiesta solo per la negoziazione sui mercati regolamentati. Anche gli strumenti a trasferibilità limitata possono, in linea di principio, costituire titoli trasferibili. Il limite è fissato dalle disposizioni del diritto societario. Ad esempio, non si può presupporre la negoziabilità nel caso di azioni di una GmbH, in quanto queste sono soggette a⁴⁶⁴

dalla somma dei loro utenti come un collettivo, cioè la rete stessa. Se gli strumenti finanziari sono negoziati su tali reti peer-to-peer, note anche come organizzazioni autonome decentrate (DAO), che consentono la trasmissione (broadcasting) intransigente e incorruttibile ("broadcasting") degli Stati (a differenza delle reti a torrent, anch'esse decentrate), occorre tenere conto anche delle regole del mercato finanziario. Una caratteristica spesso riscontrata in tali DEX, a differenza dei mercati dei capitali con un intermediario centrale, è che essi combinano il matching così come la compensazione e il regolamento, almeno finché il regolamento non ha corso legale ma esclusivamente in gettoni. Dal punto di vista del diritto societario, si pone la questione se tali reti decentralizzate o DAO siano società senza personalità (comunità di diritto personale) come una semplice società di persone ai sensi dell'art. 649 e segg. o dell'art. 680 e segg.

⁴⁶² BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, modificato da ultimo il 26.07.2018.

⁴⁶³ Art. 40 cpv. 1 secondo comma MiFID I; cfr. art. 55b cpv. 5 Regolamento bancario.

⁴⁶⁴ Obbligo di un atto notarile in Austria ai sensi del § 76 comma 2 della legge tedesca sulle società per azioni (GmbHG); obbligo di un atto notarile pubblico presso il registro di commercio per il trasferimento di una quota di partecipazione in una società ai sensi dell'art. 403 comma 4 PGR.

speciali norme di trasferimento.⁴⁶⁵⁴⁶⁶ Anche nel caso di titoli nominativi, occorre esaminare caso per caso se sono negoziabili nel senso di cui sopra. Dall'art. 35 cpv. 2 della MiFID-DVO risulta⁴⁶⁷ che anche i titoli non liberamente negoziabili possono essere classificati come valori mobiliari. Tuttavia, come spiegato sopra, la negoziabilità limitata esclude l'ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato.

c. Trasferibilità

La negoziabilità sul mercato dei capitali presuppone una frequente possibilità di circolazione, per cui non si può attribuire particolare rilevanza all'elemento della trasferibilità in quanto tale. La negoziabilità ai sensi del diritto del mercato dei capitali richiede qualcosa di più della semplice possibilità di assegnazione. Per quanto riguarda la trasferibilità, la negoziabilità deve essere presa in considerazione di conseguenza. Se viene data la negoziabilità sul mercato dei capitali, si deve presumere anche la trasferibilità.⁴⁶⁸

255

2.3.2 Azioni, titoli di capitale e valori mobiliari non azionari

I valori mobiliari ai sensi dell'allegato 2 sezione C della legge bancaria possono essere strutturati in modi diversi. Da un lato, sono inclusi gli⁴⁶⁹strumenti azionari come le azioni o le azioni di società di capitali

256

⁴⁶⁵ *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2a edizione, § 1, margine n. 54.

⁴⁶⁶ Mentre nel caso di titoli al portatore solo il titolare di un titolo può far valere i diritti da esso provati, nel caso di titoli registrati solo la persona a nome della quale il titolo è registrato può far valere i diritti da esso provati.

⁴⁶⁷ Regolamento 1287/2006, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2006/1287/oj>.

⁴⁶⁸ *Seggermann* a *Brandl/Saria*, WAG, 2a edizione, § 1, Rz 55.

⁴⁶⁹ Allegato 2 Sezione C n. 1 lit a alla BankG.

(partnership) o strumenti simili (azioni), nonché i certificati (certificati di deposito o ricevute di deposito) per tali titoli (simili alle azioni, come gli ETF⁴⁷⁰) e, dall'altro, sono inclusi anche gli strumenti non azionari come i titoli di debito e i derivati o i prodotti finanziari strutturati.⁴⁷¹ Gli strumenti di debito sono definiti come obbligazioni o titoli di debito (cartolarizzati), inclusi i certificati su di essi.⁴⁷² Tuttavia, tenendo conto della definizione di valori mobiliari, la mancanza di una cartolarizzazione non può portare alla revoca dello status di strumento finanziario.⁴⁷³

257 I certificati di deposito di cui sopra sono certificati negoziabili che rappresentano la proprietà di azioni o ETF⁴⁷⁴ e sono quotati e negoziati nella valuta del mercato in cui sono negoziati. L'idea alla base dei certificati di deposito è quella di facilitare l'acquisto, la detenzione o la vendita di titoli da parte degli investitori al di fuori del loro mercato nazionale, facilitando così la negoziazione (indiretta) transfrontaliera (cross jurisdiction trading) degli strumenti finanziari sottostanti i certificati. Il Sottostante rappresentato dai Certificati è depositato presso una banca depositaria che funge da banca depositaria. Un certificato cartolarizza o rappresenta quindi il deposito del diritto a uno strumento finanziario

⁴⁷⁰ Fondi negoziati in borsa.

⁴⁷¹ Cfr. la terminologia *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2a edizione, § 1, Rz 58.

⁴⁷² Allegato 2 Sezione C n. 1 lit. b della BankG; è inoltre comune la distinzione tra titoli di capitale (titoli di capitale) e titoli non di capitale (titoli di debito).

⁴⁷³ *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2a edizione, § 1, margine n. 58.

⁴⁷⁴ O, per esempio, le obbligazioni. In questo caso, naturalmente, non si tratta più di uno strumento di tipo azionario, ma di uno strumento non azionario o di uno strumento di debito ancora più specifico.

ed è quindi uno strumento ai sensi della legge delle obbligazioni (posizione azionaria ai sensi della legge delle obbligazioni e quindi simile al patrimonio netto).⁴⁷⁵

La definizione di cui all'allegato 2 sezione C n. 1 lit. c della legge bancaria - *tutti gli altri titoli che danno diritto all'acquisto o alla vendita di titoli o che danno luogo a un pagamento in contanti* - comprende le forme di finanziamento mezzanino o i prodotti finanziari strutturati.⁴⁷⁶ I prodotti finanziari strutturati sono strumenti che si basano su uno o più strumenti sottostanti e hanno anche una componente derivata (combinazione di uno strumento cash con uno strumento derivato per formare un'unità economica e legale).⁴⁷⁷ Il MiFIR definisce i prodotti finanziari strutturati come *titoli creati per garantire e trasferire il rischio di credito associato a un pool di attività finanziarie e che danno diritto al possessore dei titoli a ricevere pagamenti regolari che dipendono dal flusso di cassa delle attività sottostanti. Si tratta*⁴⁷⁸ in particolare della cartolarizzazione di crediti in titoli garan-

⁴⁷⁵ Seggermann in Brandl/Saria, WAG, 2a edizione, § 1, Rz 93 e 99 in relazione all'art. 2 cpv. 1 n. 27 MiFIR.

⁴⁷⁶ Art. 2, par. 1, n. 29 MiFIR in combinato disposto con l'art. 4, par. 1, n. 44 lit c MiFID II.

⁴⁷⁷ BaFin, circolare 08/2017 (VA) - Strumenti finanziari derivati e prodotti strutturati del 30.08.2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1708_derivate_finanzinstrumente_va.html.

⁴⁷⁸ Art. 2, comma 1, n. 28 MiFIR. I prodotti strutturati sono tipicamente strumenti finanziari derivati costituiti da diverse componenti. Ad esempio, prodotti per la protezione del capitale, prodotti per l'aumento del rendimento, prodotti di partecipazione o prodotti a leva. Cfr. Associazione dei banchieri del Liechtenstein, opuscolo informativo sui tipi e i rischi degli strumenti finanziari,

titi da attività (asset-backed securities - ABS), che viene solitamente effettuata⁴⁷⁹ con il coinvolgimento di società veicolo di cartolarizzazione. Gli altri titoli comprendono anche tutte le opzioni standardizzate che rappresentano sostanzialmente obbligazioni con diritti di opzione,⁴⁸⁰ conversione o scambio⁴⁸¹ aggiuntivi⁴⁸² su strumenti azionari, warrant (opzioni cartolarizzate) o strumenti che danno luogo a pagamenti in contanti.⁴⁸³

- 259 Gli strumenti rappresentativi di capitale rappresentano una posizione di proprietà insieme ad una quota di utili e perdite (distribuzione di utili sotto forma di dividendi) e di solito con diritto di voto, non sono limitati nel tempo e hanno un valore nominale (partecipazione azionaria). I detentori di titoli di debito, invece, assumono una posizione di creditore e non hanno quindi diritto a una quota di utili, ma piuttosto

3a edizione, edizione elettronica n. B9808d, <https://www.bankfrick.li/Portals/0/06-downloads/diverse/risiken-im-effektenhandel.pdf>, pag. 25 e segg.

⁴⁷⁹ Veicolo speciale di cartolarizzazione (SSPV). Per questi SSPV sarà rilevante in futuro il regolamento sulla cartolarizzazione o regolamento STS (semplice, trasparente e standardizzato), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/2402/oj> (Stato nel 2019 per il SEE: Atto adottato in fase di esame da parte dell'EFTA-SEE, <https://www.efta.int/eea-lex/32017R2402>, accessibile il 15.09.2019, 17:24).

⁴⁸⁰ Un'obbligazione con warrant è un'obbligazione con diritto di opzione per l'acquisto di azioni dell'emittente. Il vincolo continua ad esistere anche dopo l'esercizio dell'opzione. Il diritto di opzione può essere negoziato separatamente in borsa.

⁴⁸¹ Le obbligazioni scambiabili sono obbligazioni con diritto di conversione in azioni di una società terza.

⁴⁸² Un'obbligazione convertibile è un'obbligazione con il diritto di scambiare l'obbligazione con azioni della società emittente, per cui l'obbligazione cessa di esistere dopo la conversione.

⁴⁸³ BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, modificato da ultimo il 26.07.2018.

al rimborso del debito e al rimborso degli interessi (interessi di debito).⁴⁸⁴ Inoltre, sono limitati da un termine.

2.3.3 Operazioni su derivati

Oltre all'Allegato 2 Sezione C n. 1 lit. c della legge bancaria, gli strumenti finanziari derivati sono definiti anche nei numeri da 4 a 10 leg cit.⁴⁸⁵ Di conseguenza, i derivati sono strumenti finanziari che derivano il loro valore dalla performance di un'attività sottostante (sottostante). Poiché esiste una posizione di compensazione per ogni posizione, i derivati sono un gioco a somma zero, poiché i pagamenti dei due insieme si sommano a zero. Si distingue tra operazioni a termine condizionate o asimmetriche (opzioni) e operazioni a termine incondizionate o simmetriche (futures, forward e swap).⁴⁸⁶

A differenza delle operazioni a termine incondizionate, le opzioni offrono la possibilità di scegliere se l'operazione deve essere eseguita o

⁴⁸⁴ Le obbligazioni zero coupon o le cosiddette obbligazioni zero sono una forma speciale di obbligazione in cui non vengono maturati o pagati interessi correnti. Gli interessi per l'intera durata sono pagati esclusivamente sulla differenza tra il prezzo (inferiore) in emissione e il prezzo di rimborso (superiore). In altre parole, un'obbligazione a cedola zero è un'obbligazione senza cedole di interesse.

⁴⁸⁵ In base all'articolo 2, paragrafo 1, n. 29 del regolamento MiFIR in combinato disposto con l'articolo 4, paragrafo 1, n. 44, lettera c), e con l'allegato I, sezione C, punti da 4 a 10, della direttiva MiFID II; cfr. anche l'articolo 2, n. 5 della direttiva MiFID.

⁴⁸⁶ Cfr. *Seggermann in Brandl/Saria, WAG*, 2a edizione, § 1, nota a margine 63.

meno alla data di scadenza. Solo una parte contraente stipula un'obbligazione, mentre l'altra parte ha un diritto, un'opzione.⁴⁸⁷ Si distingue tra le opzioni americane (diritto all'adempimento entro un certo periodo di tempo) e le opzioni europee (adempimento alla data di scadenza), per cui entrambe le forme di opzione si trovano sia in Europa che in America, indipendentemente dal nome che viene loro attribuito. L'acquirente di un'opzione paga un premio al venditore per questo diritto. Il venditore è obbligato ad eseguire la transazione quando l'acquirente esercita l'opzione. La perdita potenziale dell'acquirente ammonta al premio dell'opzione, mentre il venditore è esposto a una perdita potenziale teoricamente illimitata con un potenziale di profitto limitato. Esempi di opzioni sono caps, floor, credit link notes o credit default swap.⁴⁸⁸

262 Tuttavia, nel caso di derivati incondizionati o simmetrici, al momento della conclusione del contratto esistono diritti e obblighi equivalenti. Anche il rischio è distribuito in modo simmetrico. Se il prezzo del sottostante cambia, ciò si riflette di conseguenza nei profili di profitto e di perdita dell'acquirente o del venditore. Le prestazioni concordate contrattualmente devono essere soddisfatte senza ulteriori condizioni. I forward e i futures sono standardizzati e negoziati sulle borse a termine, mentre i forward sono contratti privati senza una corrispondente

⁴⁸⁷ Si vedano anche le coppie di definizioni long call (diritto di acquisto) e la controparte short call (obbligo di vendita), nonché long put (diritto di vendita) e l'antonimo short put (obbligo di acquisto). La posizione lunga corrisponde al proprietario e la posizione corta allo scrittore.

⁴⁸⁸ Cfr. *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2a edizione, § 1, nota a margine 63.

standardizzazione e sono negoziati fuori borsa (OTC). Gli⁴⁸⁹swap, invece, sono operazioni (standardizzate) over-the-counter che mirano a scambiare flussi di cassa futuri (due parti scambiano i flussi di cassa dello strumento finanziario di una parte con quelli dello strumento finanziario dell'altra parte).⁴⁹⁰

I contratti derivati si caratterizzano come operazioni a termine, che si differenziano dalle operazioni a pronti in quanto la conclusione e l'adempimento di un'operazione non coincidono. In particolare, la data di conclusione rilevante ai fini del prezzo e la data di regolamento rilevante ai fini del valore si scompongono nel tempo, per cui il valore dipende dall'andamento di una variabile di riferimento, il sottostante, che viene utilizzato come base. Ciò significa che la conclusione e l'adempimento del contratto sono separati e che il regolamento viene effettuato solo in un momento successivo.⁴⁹¹ 263

I derivati sono utilizzati sia per la copertura (operazioni di copertura di un prezzo al fine di coprire determinati rischi), sia per la realizzazione di profitti privi di rischio eseguendo contemporaneamente operazioni di compensazione su mercati diversi (arbitraggio; sfruttamento di inefficienze di mercato), sia per speculazioni (scommesse) sull'evoluzione futura di un prezzo (variabile di mercato). Va⁴⁹²notato che i contratti 264

⁴⁸⁹ I derivati OTC sono contratti derivati che, ai sensi dell'art. 2 n. 7 EMIR, non sono eseguiti sui mercati regolamentati ai sensi dell'art. 4, comma 1, n. 14 della MiFID I. Confrontare la controparte dei derivati negoziati in borsa di cui all'art. 2 art. 1 n. 32 MiFIR.

⁴⁹⁰ *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2a edizione, § 1, nota a margine 63.

⁴⁹¹ *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2a edizione, § 1, Rz 62.

⁴⁹² *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2a edizione, § 1, nota a margine 63.

⁴⁹³ Art 28 MiFIR.

derivati standardizzati sono talvolta soggetti a un obbligo di negoziazione su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, a condizione che siano soggetti a un obbligo di compensazione⁴⁹⁴, all'ammissione alla negoziazione in una sede di negoziazione⁴⁹⁵ e a una liquidità sufficiente.⁴⁹⁶

265 In relazione ai gettoni, si pone in particolare la questione se esiste un contratto derivato se un gettone viene emesso come segnaposto, ad esempio nella norma ERC-20 sulla catena a blocchi dell'Ethereum, e

⁴⁹⁴ L'art. 4 EMIR (European Market Infrastructure Regulation), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2012/648/oj>, prevede l'obbligo di compensazione dei contratti derivati OTC tra controparti finanziarie (Controparte finanziaria; FC) ai sensi dell'art. 2, comma 8, del Regolamento UE 648/2012 e/o tra controparti non finanziarie ai sensi dell'art. 10, comma 1, lit b leg cit (Non-Financial Counterparty Plus; NFC+).

⁴⁹⁵ Test della sede.

⁴⁹⁶ Test di liquidità; articolo 32 paragrafi 1 e 3 MiFIR in combinato disposto con l'articolo 5 paragrafi 2 e 4 EMIR in combinato disposto con DelVo 2016/2020, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2016/2020/oj. Inoltre, queste parti devono valutare quotidianamente i derivati OTC in essere (art. 11 cpv. 2 EMIR in combinato disposto con gli art. 16 e 17 DelVO 149/2013, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2013/149/oj) e scambiare garanzie collaterali con derivati OTC non compensati a livello centrale (bilaterali) (art. 11 cpv. 3 EMIR in combinato disposto con DelVO 2016/2251, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2016/2251/oj). L'obbligo di fornire una garanzia reale esiste sia per un margine di variazione (fluttuazione giornaliera del mercato) sia per un margine iniziale (garanzia da presentare alla stanza di compensazione all'apertura di una posizione su un contratto derivato). Per contro, l'obbligo di segnalazione ai sensi dell'articolo 9 dell'EMIR nei confronti di un repertorio di dati sulle negoziazioni (soggetto giuridico ai sensi dell'articolo 2 n. 2 dell'EMIR) si applica a tutte le operazioni, le modifiche o le cessazioni di contratti derivati (derivati soggetti a segnalazione ai sensi dell'allegato I, sezione C n. 4-10 della MiFID II) di FC, NFC+, NFC e CCP (controparti centrali ai sensi dell'articolo 2 n. 1 dell'EMIR).

successivamente viene "scambiato" con la moneta nativa di una catena a blocchi appositamente sviluppata. Tuttavia, se tali gettoni vengono emessi solo in una raccolta di fondi come fase intermedia nel corso dell'implementazione tecnica per essere scambiati o riscattati in un momento successivo in un rapporto di 1:1 rispetto alla moneta nativa della propria catena di blocco, non vi è alcun derivato e di conseguenza nessuno strumento finanziario, poiché in questo caso il punto di conclusione rilevante ai fini del prezzo non differisce dal punto di adempimento rilevante ai fini del valore. A causa di un rapporto di cambio fisso, non è inoltre possibile speculare sull'andamento del prezzo o del valore. Anche dal punto di vista economico e tecnico, tali gettoni devono essere scambiati, perché altrimenti non sarebbero mai in grado di svolgere la loro funzione prevista e sarebbero di fatto privi di valore.

a. Derivati su merci

Infine, la MiFID II ha esteso il suo campo di applicazione ai derivati su merci. Si tratta di strumenti finanziari ai sensi dell'allegato I, sezione C, punti 5, 6, 7 e 10 della MiFID II.⁴⁹⁷ Essi comprendono tutte le opzioni, i futures, gli swaps e altri contratti derivati relativi a materie prime, il che va inteso nel senso che un derivato deve riferirsi al prezzo di una materia prima. Tali prodotti non includono servizi, mezzi di trasporto legali, proprietà intellettuale o altri diritti.⁴⁹⁸

266

Il concetto di merce deriva dal regolamento delegato alla MiFID II, secondo il quale per merce di natura fungibile si intende merce che può essere consegnata. Per verba legalia, ciò include in particolare i metalli,

267

⁴⁹⁷ Art. 2 (1) n. 30 MiFIR.

⁴⁹⁸ *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2a edizione, § 1, Rz 70.

nonché i minerali e le varie leghe necessarie a tale scopo, i prodotti agricoli e l'energia sotto forma di elettricità.⁴⁹⁹ Questa definizione si basa sul regolamento di attuazione della MiFID I. Il⁵⁰⁰ considerando 22 di tale regolamento di attuazione stabilisce che il diritto dell'Unione prevede varie eccezioni al campo di applicazione del regime MiFID per i derivati su merci come strumenti finanziari. Questa eccezione è stata infine confermata all'articolo 2, paragrafo 1, lettera j), della direttiva MiFID II.⁵⁰¹

268 Di conseguenza, la MiFID II non si applica alle "persone che⁵⁰² *negozano per conto proprio in derivati su materie prime o certificati di emissione o loro derivati, compresi i market maker, ma escludendo le persone che negoziano per conto proprio quando eseguono gli ordini dei clienti, o le persone che forniscono servizi di investimento diversi dalla negoziazione per conto proprio per i clienti o i fornitori della loro attività principale in derivati su materie prime o certificati di emissione o loro derivati, a meno che non vengano utilizzate a tal fine tecniche di negoziazione algoritmica ad alta frequenza, si tratta solo di un'attività accessoria, il servizio principale non può essere la fornitura di servizi bancari, di servizi di investimento o di market making, e questa eccezione viene segnalata annualmente all'autorità di vigilanza competente.*

269 I derivati su merci si distinguono in derivati che si riferiscono a merci (i) che devono essere regolate in contanti o possono essere regolate in

⁴⁹⁹ Art 2 n. 6 Del Regolamento 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj.

⁵⁰⁰ Articolo 2 n. 1 del regolamento 1287/2006, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2006/1287/oj>.

⁵⁰¹ *Seggermann in Brandt/Saria*, WAG, 2a edizione, § 1, nota a margine 69.

⁵⁰² Art. 2 (1) lit j MiFID II.

contanti su richiesta di una parte (allegato 2 sezione C n. 5 della legge bancaria), (ii) che possono essere consegnati fisicamente a condizione che tali merci siano negoziate su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione (n. 6 leg cit.), (iii) che possono essere consegnati fisicamente ma non sono elencati nella n. 6 leg cit. e servono a scopi non commerciali (n. 7 leg cit.).

b. Differenza rispetto ai documenti tradizionali o merceologici (diritto civile)

I derivati su materie prime, che derivano il loro valore da materie prime, non devono essere confusi con i cosiddetti titoli di base o tradizionali. I documenti di diritto commerciale tradizionale, come le polizze di carico, le note di deposito o di carico,⁵⁰³ certificano il diritto alla cessione di un oggetto reale e rappresentano l'oggetto in modo tale che, mediante la cessione di tale documento tradizionale, l'oggetto rappresentato viene contemporaneamente alienato in termini di diritto di proprietà.⁵⁰⁴ Di norma, tali documenti commerciali non costituiscono strumenti finanziari, a meno che non siano standardizzati.

270

Questa idea di base è stata presa in considerazione anche nell'elaborazione di un regolamento di diritto civile separato per le trasmissioni radiotelevisive nella TVTG⁵⁰⁵ e i gettoni rappresentano talvolta gli stessi

271

⁵⁰³ Cfr. art. 374 cpv. 1 LDA e art. 387 e art. 504 RS.

⁵⁰⁴ BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, 06.01.2009, modificata da ultimo il 17.02.2014; circolare BaFin 6/1998 - Erläuterungen zur Grosskredit- und Millioenkreditverordnung, 05.05.1998

⁵⁰⁵ Cfr. art. 1 cpv. 1 lett. a e titolo II della TVTG nella versione modificata da BuA 2019/93.

titoli di diritto civile o, in assenza di cartolarizzazione in un documento, i diritti di valore o i diritti di proprietà. I valori mobiliari di diritto civile non possono essere equiparati al concetto regolamentare o di diritto pubblico di valori mobiliari e quindi agli strumenti finanziari. Questi ultimi costituiscono solo un sottoinsieme dei titoli (di diritto civile). Si può lasciare aperta la questione se, secondo le disposizioni del diritto di proprietà, la richiesta di restituzione e quindi la proprietà possa essere "distillata" o astratta come diritto pieno da un oggetto stesso - oltre alle merci che sono state consegnate ad un trasportatore o ad un magazzino⁵⁰⁶ - in quanto deve essere regolato da una legge speciale nell'art. 7 comma 1 TVTG che la cessione del gettone ha anche l'effetto della cessione del diritto rappresentato dal gettone. In questo modo, è possibile dimostrare il diritto di proprietà di tutte le cose immaginabili. Se questa sincronizzazione dell'effetto legale tra la cessione di un gettone e il diritto ivi rappresentato non avviene automaticamente, la persona obbligata dalla cessione del gettone deve garantire tale effetto.⁵⁰⁷ Anche in base al § 81a della divisione finale della PGR, come modificato dalla Gazzetta ufficiale federale 2019/93, è possibile rappresentare tutti i diritti in un diritto di scrittura.⁵⁰⁸

272 Anche se in linea di principio si deve garantire che al momento della cessione del gettone, non venga effettuata nessun'altra cessione di un oggetto al quale il gettone rappresenta il diritto di proprietà, è possibile, in applicazione analoga del diritto di proprietà (che nella TVTG viene

⁵⁰⁶ Art. 504 SR.

⁵⁰⁷ Art. 7 comma 2 TVTG.

⁵⁰⁸ Cfr. il materiale legislativo BuA 2019/54, pag. 111.

generalmente definito come "applicazione funzionalmente adeguata"), che qualcuno acquisisca il gettone o il diritto di cessione su di esso in buona fede, mentre un altro acquisisca l'oggetto rappresentato da questo gettone nella stessa buona fede. Anche in questo caso si deve applicare per analogia che l'acquirente in buona fede dell'oggetto abbia la precedenza su quello del gettone.⁵⁰⁹

2.3.4 Quote di organismi di investimento collettivo del risparmio

L'allegato I, sezione C n. 3 della MiFID II definisce le quote degli organismi di investimento collettivo del risparmio come strumenti finanziari. Si tratta di quote di tutti gli investimenti collettivi di capitale, che è stato chiarito dal diritto nazionale nell'allegato 2 sezione C n. 3 della legge bancaria. In base a ciò, sono coperte le quote di organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (i cosiddetti OICVM secondo la OICVMG⁵¹⁰), le quote di organismi d'investimento⁵¹¹ e le quote di fondi d'investimento alternativi (FIA⁵¹²).

273

Un fondo ai sensi dell'OICVMG è un organismo di⁵¹³ investimento collettivo il cui unico scopo è quello di investire i fondi degli investitori

274

⁵⁰⁹ Art. 504 cpv. 2 RS.

⁵¹⁰ Art. 3 comma 1 riga 1 OICVM (Legge sugli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari basata sulla direttiva OICVM 2009/65/CE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj>).

⁵¹¹ Articolo 3, paragrafo 1, lettera a) IUG.

⁵¹² Art. 4 comma 1 n. 1 AIFMG.

⁵¹³ Con riferimento a una catena di blocco, sulla quale, ad esempio, le commissioni di transazione sono pagate ai detentori di gettoni nell'ambito di un meccanismo di prova della partecipazione, si potrebbe anche ipotizzare un organismo di questo tipo. Lo stesso si potrebbe sostenere anche in relazione al Bitcoin,

(definiti pubblici) per conto collettivo in titoli e/o attività finanziarie liquide in conformità ai principi di ripartizione del rischio e di pagare o rimborsare le quote su richiesta dei rispettivi detentori; gli OICVM sono pertanto sempre fondi aperti e sono adatti solo per i fondi chiusi AIF.⁵¹⁴ L'OICVMG prevede pertanto una regolamentazione dei prodotti e può essere investito solo in azioni o in equivalenti titoli di partecipazione, titoli di debito e altri titoli negoziabili.⁵¹⁵ Mentre le quote del fondo di un OICVM possono quindi essere emesse sotto forma di gettoni di sicurezza, non è possibile investire nelle classiche valute criptate come BTC o ETH.⁵¹⁶ Tuttavia, se i titoli ammessi da cui può essere costituito il patrimonio del fondo di un OICVM sono stati gettonati, è talvolta possibile investire in gettoni di garanzia.

275 L'AIFMG, invece, non è un regolamento di prodotto, ma un regolamento di gestione e gli investimenti non sono limitati, ma sono possibili in tutte le attività o classi di attività. Esiste un pooling di capitale che viene investito secondo una strategia d'investimento definita a beneficio degli investitori. Inoltre, non⁵¹⁷ vi è alcuna restrizione delle categorie

poiché la potenza di calcolo (o almeno l'elettricità necessaria per questo) è resa disponibile nel quadro del meccanismo di prova del lavoro e potrebbe quindi rappresentare una messa in comune di capitale. La rete decentrata potrebbe essere vista come una semplice azienda o cooperativa e quindi come un organismo. Tuttavia, un regolatore sarà praticamente impossibile da trovare nelle tecnologie decentrate.

⁵¹⁴ Cfr. art. 1 cpv. 2 lett. b UCITSD; cfr. anche *Volhard/Jang* in *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 1 KAGB, Rz 39.

⁵¹⁵ Art. 3 cpv. 1 n. 1 in relazione al n. 16 e art. 51 OICVM.

⁵¹⁶ Tali fondi noti come "fondi criptati" possono essere costituiti solo come AIF.

⁵¹⁷ Art. 4 comma 1 n. 1 AIFMG.

di investimento nel GEFIA o nella direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi⁵¹⁸. La definizione di capitale va interpretata in modo molto ampio e completo. Anche la raccolta delle valute crittografiche nel senso di gettoni di protocollo come BTC o ETH può aprire il campo di applicazione dell'AIFMG, a condizione che vengano forniti gli altri elementi costitutivi. Oltre a investire in valute criptate, è possibile emettere le quote del fondo anche sotto forma di gettoni di sicurezza.⁵¹⁹

I fondi o organismi d'investimento ai sensi della IUA,⁵²⁰ invece, sono 276
tutti gli organismi d'investimento collettivo (cioè gli organismi d'investimento collettivo) che non sono né OICVM né FIA e che si rivolgono esclusivamente ad investitori qualificati e non raccolgono capitali.⁵²¹ Il capitale da investire non viene raccolto in primo luogo, ma piuttosto viene costituito un pool di rischio tra gli investitori che decidono di investire congiuntamente i beni che detengono o hanno detenuto in un'impresa di investimento.⁵²²

⁵¹⁸ Direttiva 2011/61/UE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>.

⁵¹⁹ Si noti che la commercializzazione di quote o azioni di un fondo di investimento alternativo è armonizzata solo per gli investitori professionali (cfr. articolo 43, paragrafo 1, secondo comma, della direttiva sui fondi di investimento alternativi). Il Liechtenstein si è avvalso della clausola di apertura ai sensi dell'articolo 43, paragrafo 1, primo comma della direttiva sui fondi di investimento alternativi (AIFMD) e ai sensi dell'articolo 129 e seguenti dell'AIFMG è possibile commercializzare i fondi di investimento alternativi presso gli investitori al dettaglio nel Liechtenstein. Tuttavia, tali FIA non hanno diritto al passaporto.

⁵²⁰ Anche IUG 2015; LGBI n. 2016.045.

⁵²¹ Articolo 3, paragrafo 1, lettera a) IUG.

⁵²² BuA 2015/89, 25 f.

277

Ai sensi dell'art. 15 OICVM, le azioni o le quote di un FIA sono considerate valori mobiliari se sono standardizzate e negoziabili secondo i documenti costitutivi del FIA e la loro trasferibilità non è limitata. Ciò significa che le caratteristiche dei valori mobiliari vengono prese in considerazione anche per quanto riguarda le quote di un fondo. I valori mobiliari possono essere generalmente rappresentati mediante gettoni, in quanto la gettonatura viene attuata solo a livello tecnico senza interferire con le caratteristiche o i fatti dei valori mobiliari o di altri strumenti finanziari. Di conseguenza, è possibile utilizzare il passaporto europeo per quanto riguarda le quote di fondi nonché i valori mobiliari o altri strumenti finanziari mediante la procedura di notifica ("passaporto") dei prospetti di valori mobiliari approvati in relazione ai gettoni di garanzia per offrire le quote o gli strumenti finanziari gettonati al pubblico nell'UE o nello SEE o per ammetterli alla negoziazione su un mercato regolamentato.⁵²³

2.3.5 Conclusione sulla prospettiva di vigilanza della tokenizzazione

278

Nel senso di un contenitore, i gettoni possono contenere tutti i diritti specificati dalla MiFID II o dalla legge bancaria che sono cartolarizzati da strumenti finanziari e possono quindi rappresentare anche stru-

⁵²³ Per i dettagli si vedano le considerazioni relative alla legge sul prospetto dei valori mobiliari nel capitolo II.2.6; cfr. anche la comunicazione dell'AFD 2019/1, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-mitteilung-2019-01.pdf>, pag. 2, relativa alla gettonizzazione delle quote del fondo.

menti finanziari - non come titoli fisici, ma come diritti di valore o attività dematerializzati. Si noti che i gettoni formano solo un livello tecnico e non costituiscono un tipo di strumento finanziario a sé stante. Una conclusione diversa riguardo alla possibilità di gettoni di sicurezza degli strumenti finanziari sarebbe fatale e di portata molto più ampia e, inoltre, sarebbe sbagliata per ragioni di tutela degli investitori, perché in questo caso tutti i gettoni di sicurezza dovrebbero vedersi negare lo status di strumenti finanziari e ronzerrebbero intorno al mercato finanziario completamente privi di regolamentazione, anche se in ultima analisi rappresentano strumenti finanziari.

La FMA Liechtenstein ha inoltre dichiarato quanto segue in merito alle quote di un fondo: *“Le quote di un fondo devono generalmente soddisfare i requisiti per i valori mobiliari. In linea di principio, la trasferibilità dei titoli viene valutata sulla base dei tre criteri di trasferibilità, standardizzazione e negoziabilità. Al contrario, il rilascio di un certificato fisico non è richiesto [...], motivo per cui si può presumere che la legge sia tecnologicamente neutrale (sostanza su forma). A questo proposito, la gettoniera non deve essere considerata come una forma giuridica separata o nuova, ma comporta l’obbligo di rispettare gli obblighi supplementari.”*⁵²⁴ 279

La negoziabilità richiesta per i valori mobiliari deve, in linea di principio, essere prevista nei termini e nelle condizioni di emissione al momento dell'emissione dei gettoni. Un ostacolo pratico è rappresentato 280

⁵²⁴ Comunicazione FMA 2019/1 - Obblighi supplementari relativi all'emissione e al riscatto nonché alla tenuta del registro delle azioni per i gettoni delle quote del fondo del 03.09.2019, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-mitteilung-2019-01.pdf>, pag. 2.

dal fatto che nel Liechtenstein non esistono centri di negoziazione organizzati per il commercio di strumenti finanziari gettonati. Anche nell'UE o nel SEE non esistono ancora MTF o OTF che negoziano gettoni di titoli; un ulteriore ostacolo a questo proposito è che anche le stanze di compensazione (CCP) e i depositari centrali di titoli (CSD) dovrebbero convertire i loro sistemi per gli strumenti finanziari basati su gettoni. Tuttavia, è probabile che tali sistemi si affermino nel prossimo futuro e quindi non vi è alcuna restrizione fondamentale alla commerciabilità. La componente soggettiva della volontà di un emittente medio consiste nel designare i token come trasferibili e negoziabili sul mercato dei capitali, indipendentemente dal fatto che esistano già sedi di negoziazione corrispondenti. In caso contrario, ciò porterebbe al risultato mordente che, a causa di un momento ancora incerto in futuro, scatterebbero i requisiti di approvazione (dalla possibilità di fatto che i gettoni siano negoziabili in una sede di negoziazione per essere approvati per primi), a quel punto la rispettiva autorità di vigilanza nazionale non sarebbe in grado di svolgere la propria funzione di vigilanza nella misura adeguata a causa di asimmetrie informative riguardanti lo status improvviso di un gettone come strumento finanziario.

2.4 Mercati regolamentati, MTF & OTF, SI

281 Con riferimento all'allegato 2 sezione A capoverso 1 capoverso 8 e 9 della legge sulle banche, l'esercizio di un sistema multilaterale di negoziazione (MHS) e di un sistema organizzato di negoziazione (OHS) sono entrambi classificati come servizi di investimento che richiedono un'autorizzazione.⁵²⁵ Entrambi questi sistemi di diritto privato sono classificati sotto il termine generale di sede di negoziazione, oltre al

⁵²⁵ Art. 30t BankG.

mercato regolamentato di diritto pubblico (borsa, negoziazione ufficiale).⁵²⁶ Un sistema multilaterale di negoziazione può essere gestito da banche, imprese di investimento o operatori di mercato.⁵²⁷ Un OTF può anche essere gestito come servizio di investimento da queste persone. Per quanto riguarda le imprese di investimento, l'attenzione si concentra sull'autorizzazione completa come impresa di investimento e non su quelle con autorità amministrativa.⁵²⁸

In questo contesto, un mercato regolamentato è "*un sistema multilaterale gestito e/o gestito da un gestore del mercato che riunisce all'interno del sistema gli interessi di un gran numero di terzi nella compravendita di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione secondo le regole del sistema nel rispetto di regole non discrezionali per la conclusione di un contratto*".⁵²⁹ 282

Un sistema multilaterale è definito come "*un sistema o meccanismo che riunisce nel sistema interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi in stru-* 283

⁵²⁶ Art. 3a cpv. 1 n. 5 LBCR o art. 4 n. 24 MiFID II.

⁵²⁷ Amministratore e/o gestore di un mercato regolamentato ai sensi dell'art. 3a cpv. 1 n. 12 LBCR.

⁵²⁸ Cfr. per la definizione di imprese di investimento e servizi di investimento, comprese le loro eccezioni art. 3 cpv. 2 LBCR e art. 15 LBCR in combinato disposto con l'art. 2 Ordinanza sulle banche. In alternativa, si può utilizzare anche l'art. 28 cpv. 2 in combinato disposto con l'art. 29 della CRD IV. Queste ultime disposizioni si concentrano sui requisiti patrimoniali minimi dei diversi tipi di imprese d'investimento, a seconda dei servizi d'investimento che forniscono. Mentre l'art. 3a cpv. 1 lett. 6b LBCR stabilisce esplicitamente quali persone possono gestire un sistema multilaterale di negoziazione, ciò non avviene secondo il diritto nazionale nell'art. 3a cpv. 1 lett. 6b LBCR per quanto riguarda un sistema organizzato di negoziazione. Il considerando 121 della MiFID II chiarisce tuttavia che anche gli operatori del mercato possono gestire un OTF.

⁵²⁹ Articolo 3a comma 1 riga 6 BankG.

menti finanziari” (cioè l'abbinamento di ordini corrispondenti in strumenti finanziari, con sedi di negoziazione che mirano anche all'abbinamento ai fini della conclusione di contratti).⁵³⁰ Multilaterale in questo senso significa che una persona può interagire con almeno altre due persone nella sua intenzione di trading.⁵³¹

284 Per quanto riguarda i mercati regolamentati, va sottolineato che l'accesso a tali mercati è gestito in modo molto restrittivo a livello legale. Solo le banche e le imprese di investimento e le altre persone possono essere ammesse come membri o partecipanti ai mercati regolamentati, a condizione che siano in possesso di un'onorabilità sufficiente, di una competenza sufficiente in materia di negoziazione, di una struttura organizzativa adeguata e di risorse finanziarie sufficienti per l'esercizio delle loro funzioni. Si⁵³² può fare a meno di una discussione più approfondita sui mercati regolamentati, tanto più che il Liechtenstein non dispone nemmeno di una legge borsistica separata, il che rende in gran parte impossibile una discussione più approfondita.

285 Di conseguenza, per i sistemi multilaterali è essenziale che un contratto per l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari sia concluso o che gli interessi reciproci siano riuniti in un sistema - può trattarsi di una piattaforma basata su un software o di un altro insieme di regole (neutralità

⁵³⁰ Articolo 3a comma 1 riga 6a della legge sulle banche.

⁵³¹ Müller/Meljnik a Wohlschlägl-Aschberger (Hrsg), MiFID II, 2.2 L'OTF come trading facility multilaterale.

⁵³² Art. 55d cpv. 1 Ordinanza sulle banche. Cfr. capoverso 2 lett. cit., secondo il quale i soci e i partecipanti non sono tenuti a rispettare gli obblighi di cui agli art. da 8a a 8h LBN, secondo i quali tali obblighi, che si rivolgono alle banche e alle imprese di investimento, devono in ogni caso essere rispettati nei confronti dei loro clienti. Di conseguenza, è anche chiaro che solo gli intermediari finanziari autorizzati possono partecipare a tali centri di negoziazione.

tecnologica). La compensazione e il regolamento sono di norma effettuati dalle stanze di compensazione centrali e dai depositari centrali di titoli, poiché altrimenti potrebbero essere necessarie ulteriori approvazioni.⁵³³ Inoltre, è particolarmente degno di nota il focus sugli strumenti finanziari. Di conseguenza, i centri multilaterali di negoziazione sono utilizzati per la negoziazione di strumenti finanziari e non per la negoziazione di materie prime. Di conseguenza, va notato che i gettoni e le valute criptate non possono mai essere scambiati in tutta la loro diversità di tipi su un mercato regolato dalla legge dei mercati finanziari. Solo i gettoni rappresentativi di strumenti finanziari possono essere negoziati su questi mercati.⁵³⁴ Si noti che la legge bancaria tedesca tratta come strumenti finanziari di diritto nazionale non solo i valori mobiliari ai sensi della MiFID II, ma anche le cosiddette quote di conto.⁵³⁵ I gettoni, che - secondo il diritto del Liechtenstein - non rappresentano strumenti finanziari (e nemmeno l'e-money; come le valute virtuali BTC o ETH), non possono e non possono essere negoziati nel Liechtenstein su una piazza di negoziazione come un MTF a causa della mancanza di classificazione come strumenti finanziari. In Germania, invece, una borsa valori criptata che ha una struttura multilaterale e che si riferisce a gettoni che rappresentano contenuti digitali o valute virtuali se-

⁵³³ Ad esempio, i flussi di cassa derivanti dal regolamento di un'operazione con strumenti finanziari rappresenterebbero la prestazione di servizi di pagamento che richiedono un'autorizzazione. Deve essere rispettato anche l'obbligo di compensazione per i contratti derivati OTC standardizzati ai sensi dell'art. 4 dell'EMIR.

⁵³⁴ Vedi *Seiffert*, Börsen und andere Handelssysteme a *Kümpel/Wittig* (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4a edizione, 2011, Rz 4.65.

⁵³⁵ § 1 (11) (7) KWG - "Unità di conto".

condo l'interpretazione del Liechtenstein, e che combina interessi di acquisto e di vendita in relazione a tali gettoni, deve anche richiedere e ottenere una licenza come impresa d'investimento con un MTF o OTF.⁵³⁶

286 Solo i partecipanti qualificati possono partecipare al mercato regolamentato. La partecipazione a un sistema multilaterale di negoziazione (MTF) si ispira a questo regime. In ⁵³⁷conformità alla legislazione comunitaria, l'accesso a un sistema multilaterale di negoziazione è regolamentato tanto strettamente quanto l'accesso ai mercati regolamentati. Nel diritto nazionale del Liechtenstein ciò risulta dall'art. 55m cpv. 2 BankV in combinato disposto con l'art. 55l cpv. 1 lit. e n. 3 BankV in combinato disposto con l'art. 55d cpv. 1 BankV.⁵³⁸ Sia per gli MTF che per gli OTF, l'accesso ai sistemi di negoziazione deve essere basato su

⁵³⁶ Vedere *Patz*, Piattaforme di trading per le valute e i Cryptoassets, BKR 2019, S 435.

⁵³⁷ Articolo 18, paragrafo 3, in combinato disposto con l'articolo 19, paragrafo 2, in combinato disposto con l'articolo 53, paragrafo 3, della MiFID II o con l'articolo 14, paragrafo 4, in combinato disposto con l'articolo 42, paragrafo 3, della MiFID I, ELI; <http://data.europa.eu/eli/dir/2004/39/oj>.

⁵³⁸ I clienti al dettaglio o gli investitori non professionali non possono quindi partecipare a un sistema multilaterale di negoziazione. Solo gli investitori professionali o istituzionali (controparti qualificate) possono partecipare come membri del trading. Questi sono definiti nell'allegato II della MiFID II e nell'allegato 1 della legge bancaria.

criteri trasparenti, obiettivi e non discriminatori.⁵³⁹ Gli OTF non dovrebbero richiedere ai membri o ai clienti di essere membri compensatori diretti di una controparte centrale (CCP).⁵⁴⁰

Le imprese di investimento sono tenute a negoziare le azioni nei mercati regolamentati, nei sistemi multilaterali di negoziazione, nei sistemi organizzati di negoziazione, nei sistemi organizzati di negoziazione, nel SI o in equivalenti sedi di negoziazione di terzi. Questo requisito può⁵⁴¹ effettivamente vietare alle imprese di investimento di negoziare al di fuori di tali sedi di esecuzione, come ad esempio una borsa valori decentralizzata (DEX), a meno che tali negoziazioni di azioni (anche sotto forma di gettoni) non siano sistematiche, irregolari, ad hoc e infrequenti⁵⁴², o siano concluse tra controparti qualificate e/o professionali.⁵⁴³ 287

I mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione coprono entrambi il trading organizzato ad esclusione dei sistemi bilaterali. Nei sistemi bilaterali, un'impresa d'investimento o un gestore del mercato effettua operazioni per conto proprio (proprietary trading). 288

⁵³⁹ Vedi Art. 35 e 36 MiFIR.

⁵⁴⁰ ESMA Domande e risposte ESMA70-872942901-38 del 12.07.2019, Multilaterale e sistemi bilaterali (aggiornato da ultimo il 02.04.2019), domanda 3, aggiornata da ultimo il 07.07.2017 (p 36 f), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38_qas_markets_structures_issues.pdf.

⁵⁴¹ Questo vale anche per un market maker OTC.

⁵⁴² Controparte parzialmente equivalente dei criteri per gli internalizzatori sistematici.

⁵⁴³ Art. 23 cpv. 1 MiFIR; anche le operazioni di negoziazione con determinati contratti derivati sono soggette a un obbligo di negoziazione, art. 32 cpv. 1 in combinato disposto con l'art. 28 cpv. 1 MiFIR.

Un'impresa d'investimento che negozia per conto proprio non agisce come un intermediario privo di rischio tra compratore e venditore, come nel caso delle sedi di negoziazione in cui si effettua l'abbinamento degli interessi (e quindi la negoziazione in agenzia rispetto alla negoziazione in linea capitale)⁵⁴⁴ (relazione multilaterale).

- 289 Il termine "sistema" utilizzato nelle disposizioni sui mercati regolamentati e sui sistemi multilaterali di negoziazione, e dalla MiFID II in poi anche nelle disposizioni sugli OTF, è da considerarsi tecnologicamente neutro e comprende sia i mercati che vengono implementati solo sulla base di un insieme di regole e regolamenti, sia quei mercati che comprendono un insieme di regole e regolamenti insieme ad una piattaforma di negoziazione. Non è necessario utilizzare sistemi di natura tecnica per riunire gli interessi e, in ultima analisi, gli ordini. Tale sistema è definito come un insieme di regole e regolamenti che stabiliscono i requisiti per l'adesione, la negoziazione tra i membri, gli strumenti finanziari negoziabili, gli obblighi di comunicazione e, se del caso, gli obblighi di trasparenza.⁵⁴⁵
- 290 Un sistema multilaterale di negoziazione può negoziare un'ampia gamma di strumenti finanziari, in particolare strumenti azionari; questo non è il caso di un sistema multilaterale di negoziazione. A diffe-

⁵⁴⁴ Si veda il capitolo II.2.4.5 relativo alle differenze tra il capitale di riferimento e l'attività di agenzia.

⁵⁴⁵ Cfr. il considerando 6 della MiFID I.

renza dei mercati regolamentati, non vi è alcun obbligo di stipulare contratti per i sistemi multilaterali di negoziazione e i sistemi organizzati di negoziazione.⁵⁴⁶

La caratteristica che mira a far incontrare gli interessi di acquisto e di vendita deve essere interpretata in modo estensivo e comprende non solo gli ordini e le quotazioni, ma anche le pure manifestazioni di interesse. Per quanto riguarda la sufficienza delle manifestazioni di interesse e l'interpretazione generale e ampia, l'esistenza di una sede di negoziazione organizzata non verrà regolarmente meno su questo elemento. È importante notare che gli interessi sono riuniti sulla base delle regole di sistema determinate o secondo i protocolli di sistema e le procedure operative interne dell'operatore. A differenza degli OTF, queste regole non devono consentire alcuna discrezionalità in merito a possibili interferenze tra interessi e sono quindi non discrezionali. Secondo la definizione giuridica, la messa in comune degli interessi deve essere tale da portare alla conclusione di un contratto. Gli OTF, invece, possono operare in parte secondo alcune regole discrezionali stabilite, specificate in termini e condizioni generali o condizioni comparabili.⁵⁴⁷ 291

Infine, va osservato che anche gli strumenti finanziari gettonati negoziati sui mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione o i sistemi organizzati di negoziazione sono soggetti al regolamento dei 292

⁵⁴⁶ La situazione è diversa per i mercati regolamentati; si veda la letteratura austriaca di *Seiffert*, *Börsen und andere Handelssysteme in Kämpel/Wittig* (Hrsg), *Bank- und Kapitalmarktrecht*, 4a edizione, 2011, Rz 4.59.

⁵⁴⁷ Cfr. il considerando 6 della MiFID I.

CSD e pertanto - anche se ciò può talvolta contraddire la natura decentrata della tecnologia - devono essere depositati presso un CSD.⁵⁴⁸

2.4.1 Multilateral Trading Facility (MTF)

293 Un MTF è un sistema multilaterale in cui un contratto è concluso mediante l'abbinamento di strumenti finanziari all'interno del sistema secondo regole non discrezionali.⁵⁴⁹ In base a regole non discrezionali, gli accordi di diritto privato sono da considerarsi liberi da qualsiasi discrezione, che differiscono dalle regole di negoziazione non discrezionali di diritto pubblico o di legge per i mercati regolamentati. Di conseguenza, un operatore di un sistema multilaterale di negoziazione non può effettuare transazioni a sua discrezione e non può intervenire su base discrezionale, ad esempio facendo corrispondere gli ordini dei clienti corrispondenti nel senso di una negoziazione principale corrispondente.

294 I sistemi multilaterali di negoziazione non possono operare per conto proprio o contro il proprio libro e devono avere almeno tre membri.⁵⁵⁰ I sistemi multilaterali di negoziazione sono soggetti a requisiti inferiori

⁵⁴⁸ Articolo 3, paragrafo 2 CSDR (Regolamento sui depositari centrali di titoli, Regolamento UE 909/2014), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/909/oj>. Ai sensi dell'art. 76 cpv. 2 CSDR, la detenzione di valori mobiliari ammessi alla negoziazione in sedi di negoziazione è applicabile solo ai valori mobiliari emessi dopo il 1° gennaio 2023 mediante trasferimenti in forma scritturale o a tutti i valori mobiliari a partire dal 1° gennaio 2025.

⁵⁴⁹ Articolo 3a comma 1 riga 6b BankG.

⁵⁵⁰ Cfr. art. 18, par. 7 e art. 19, par. 5 della MiFID II.

rispetto ai mercati regolamentati. Ciò ha un impatto particolare sull'autorizzazione.⁵⁵¹ Gli operatori di MTF devono in particolare prendere precauzioni per garantire la limitazione del rischio, come la diversificazione del rischio. Inoltre, devono essere implementati meccanismi efficienti per il trading senza attrito e devono essere sempre disponibili sufficienti risorse finanziarie.⁵⁵²

La quotazione o l'ammissione alla negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione comporta anche obblighi post-ammissione per gli emittenti di strumenti finanziari. Ad esempio, devono anche rispettare⁵⁵³ l'obbligo di pubblicità ad hoc e altre disposizioni del MAR⁵⁵⁴ o del MAD.⁵⁵⁵⁵⁵⁶ In generale, il gestore di un sistema multilaterale di negoziazione deve concordare l'accesso al sistema con le regole di accesso dei mercati regolamentati. Per quanto riguarda le regole organizzative,

⁵⁵¹ Cfr. il regime di autorizzazione separata per i mercati regolamentati di cui al titolo III (art. 44 e segg.) della MiFID II e quello per le imprese di investimento di cui al titolo II (art. 5 e segg.) della MiFID II.

⁵⁵² Articolo 19, paragrafo 3 della MiFID II.

⁵⁵³ Pubblicazione di informazioni privilegiate ai sensi dell'art. 17 ODT.

⁵⁵⁴ Regolamento sugli abusi di mercato UE 596/2014, anche MMVO (Market Abuse Regulation), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj>.

⁵⁵⁵ Direttiva sugli abusi di mercato 2014/57/UE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/57/oj>. Si prega di notare che né il MAR né il MAD sono applicabili nel Liechtenstein. La legge sugli abusi di mercato e l'ordinanza sugli abusi di mercato del Liechtenstein si basano ancora sulla direttiva 2003/6/CE ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2003/6/oj>. In assenza di una decisione del Comitato misto SEE, l'MMVO non è direttamente applicabile anche al Liechtenstein.

⁵⁵⁶ L'art. 31 cpv. 1 della MiFID II si applica allo stesso modo a MTF e OTF.

le differenze tra le due sedi di negoziazione - MTF e mercato regolamentato - sono minime. Si⁵⁵⁷ noti che non si tiene conto delle disposizioni in materia di tutela degli investitori sulle operazioni effettuate da un'impresa di investimento in qualità di gestore di un sistema multilaterale di negoziazione.⁵⁵⁸

296 Per gli MTF, oltre alla struttura tradizionale, c'è anche la possibilità di registrarsi come mercato di crescita per le PMI. I⁵⁵⁹ requisiti per tali mercati sono che almeno il 50% degli emittenti sia costituito da piccole e medie imprese, che siano definiti criteri adeguati per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti, che siano messe a disposizione informazioni sufficienti sull'ammissione primordiale per consentire decisioni di investimento informate, che siano rispettate le disposizioni dell'ordinanza sugli abusi di mercato, compresa la prevenzione degli abusi di mercato, e che l'emittente presenti una relazione finanziaria su base continuativa. Nei mercati in crescita delle PMI, gli interessi della fiducia degli investitori delle PMI rispetto a quelli degli oneri amministrativi degli emittenti sono in tensione.

297 I servizi di compensazione e custodia risultanti da un'operazione su un sistema multilaterale di negoziazione devono essere forniti da istituti autorizzati per tali compiti (controparte centrale o CCP per la compensazione di derivati - che possono essere rappresentati anche in un gettone di sicurezza - e da un depositario centrale di titoli o CSD per il

⁵⁵⁷ Atz 19 (2) in combinato disposto con l'art. 18 (3) in combinato disposto con l'art. 53 (3) MiFID II.

⁵⁵⁸ Art. 19, comma 4, in combinato disposto con gli art. 24, 25, 27, 28 MiFID II. I membri o i partecipanti di un MTF devono tuttavia rispettare queste disposizioni nei confronti dei loro clienti se eseguono i loro ordini.

⁵⁵⁹ Articolo 33 MiFID II e articolo 30t, comma 6, della legge bancaria.

regolamento di operazioni su strumenti finanziari detenuti nel giro di titoli).

Per gli strumenti finanziari come definiti dalla MiFID II,⁵⁶⁰ si applica il MiFIR, il che significa che un MTF deve soddisfare i requisiti di trasparenza pre- e post-negoziazione. Ciò significa, ad esempio, che i prezzi correnti di domanda e offerta e gli interessi di negoziazione, nonché il prezzo, il volume e la tempistica delle transazioni devono essere pubblicati (articoli da 3 a 10 del MiFIR). 298

Un sistema multilaterale di negoziazione ha interesse a lavorare con una controparte centrale perché, da un lato, una controparte centrale è collocata tra l'acquirente e il venditore (controparte centrale), il che comporta un esususus di rischio meno complesso, e, dall'altro, i rischi di regolamento (rischio di inadempimento della controparte nel regolamento) sono ridotti quando si compensano le operazioni tra più controparti (netting) richiedendo una garanzia reale.⁵⁶¹ 299

300

⁵⁶⁰ Queste aprono anche il campo di applicazione della legislazione sugli abusi di mercato e richiedono ai partecipanti ai sistemi multilaterali di negoziazione di rispettare le disposizioni contro l'abuso di informazioni privilegiate e gli abusi di mercato.

⁵⁶¹ Si veda, ad esempio, il considerando 66 EMIR.

I derivati negoziati su un mercato regolamentato devono essere compensati da una CCP. Inoltre,⁵⁶² le transazioni in derivati devono essere segnalate a un trade repository registrato o riconosciuto.⁵⁶³

- 301 I gettoni che si qualificano come strumenti finanziari e che sono ammessi e negoziati in una sede di negoziazione devono essere emessi in forma dematerializzata rispettivamente dal 01.01.2023 e dal 01.01.2025 e devono essere registrati e mantenuti in forma scritturale (nel giro di titoli) da un depositario centrale di titoli.⁵⁶⁴
- 302 Conformemente al diritto dell'UE, deve essere garantito l'accesso non discriminatorio sia a un CCP⁵⁶⁵ che a un CSD.⁵⁶⁶ Ciò significa che esiste un diritto legale di accesso a queste strutture, ma occorre tener conto del fatto che la maggior parte delle istituzioni esistenti deve prima implementare un'interfaccia tecnica alla catena di blocco per poter effettivamente alimentare i token di sicurezza, che rappresentano strumenti finanziari, in tali sistemi di negoziazione regolamentati.
- 303 Si noti inoltre che il gestore di un sistema multilaterale di negoziazione può fornire servizi ausiliari ai sensi dell'allegato 2, sezione B, della legge

⁵⁶² Art. 2, comma 1, n. 29 in combinato disposto con l'art. 29, comma 1, MiFIR. Al contrario, le operazioni con strumenti finanziari che non sono derivati non sono soggette a compensazione. Dall'art. 55q cpv. 1 OBIETTIVO Bancario si deduce che un sistema multilaterale di negoziazione può anche concludere accordi per la compensazione e/o il regolamento di transazioni all'interno del sistema con una controparte centrale o una stanza di compensazione (CCP) e un sistema di regolamento (CSD) di un altro Stato membro del SEE.

⁵⁶³ Art. 9 in combinato disposto con l'Art. 55 o l'Art. 77 EMIR.

⁵⁶⁴ Art 3 Abs 1 iVm Art 76 Abs 2 CSDR (Central Securities Depository Regulation), ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/909/oj>.

⁵⁶⁵ Art. 37 EMIR.

⁵⁶⁶ Art. 33 CSDR.

bancaria e dell'allegato I, sezione B, della MiFID II, nonché servizi ausiliari non regolamentati.⁵⁶⁷ In questo caso non sussiste un conflitto con l'art. 19 cpv. 5 della MiFID II, poiché l'esecuzione di ordini del cliente o la negoziazione per conto proprio ai sensi della MiFID II si riferisce sempre a strumenti finanziari (allegato I, sezione A, nn. 2 e 3 della MiFID II). Va notato che i servizi accessori regolamentati e non regolamentati non possono essere notificati da soli in base al sistema di passaporti UE.⁵⁶⁸

⁵⁶⁷ FCA, The Perimeter Guidance Manual (PERG), Release 42 September 2019, Section 13.3, Investment Services and Activities, S 15 f (Q26), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>, accessibile il 15 settembre 2019.2019, 17:39 - *"un'impresa di investimento [...] può richiedere diritti di passaporto che includono servizi accessori [...] se i servizi accessori sono [prestati] insieme a uno o più servizi e attività di investimento; e se il servizio accessorio è anche un'attività regolamentata [...]"*, al contrario, deve anche essere possibile per un'impresa di investimento che gestisce un sistema multilaterale di negoziazione fornire servizi accessori ordinari che non costituiscono servizi di investimento ai sensi dell'allegato I, sezione B, della MiFID II e non sono pertanto trasferibili.

⁵⁶⁸ FCA, The Perimeter Guidance Manual (PERG), Release 42 September 2019, Section 13.3, Investment Services and Activities, S 15 f (Q26), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>, accessibile il 15 settembre 2019.2019, 17:39; cfr. anche Schopper/Raschner, Die Aufsichtsrechtliche Einordnung von Krypto-Börsen in Österreich, ÖBA 4/2019, pag. 249 (264 f), per cui deve essere realizzata una separazione organizzativa, in quanto un MTF è un sistema multilaterale che riunisce interessi di acquisto e di vendita in relazione a strumenti finanziari ai fini della conclusione di un contratto. Vale a dire che i gettoni rappresentativi di strumenti finanziari e i gettoni non rappresentativi di strumenti finanziari non possono essere detenuti nella stessa sede di negoziazione. Una chiara distinzione è contenuta in ESMA Advice, Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9 gennaio 2019 | ESMA50-157-1391, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157->

2.4.2 Conclusione MTF

304 Di seguito, lo schema astratto di cui sopra viene utilizzato per mostrare in forma semplificata come una specifica operazione di trading viene tipicamente eseguita su un sistema multilaterale di negoziazione:

1. Un'operazione di negoziazione viene conclusa tra due membri commerciali (intermediari finanziari autorizzati) di un sistema multilaterale di negoziazione attraverso la piattaforma di negoziazione del sistema multilaterale di negoziazione; se del caso, allo scopo di eseguire un ordine sottostante di un cliente finale (acquirente o venditore economico);

1391 crypto advice.pdf, Rz 179 (p. 39 f), invece, implica che i token che rappresentano strumenti finanziari e i token che non rappresentano strumenti finanziari possono essere negoziati nella stessa sede di negoziazione (*"gli investitori non possono facilmente distinguere tra i crypto-asset che rientrano nell'ambito di applicazione delle norme UE sui servizi finanziari e quelli che non lo sono, soprattutto quando sono disponibili per la negoziazione nelle stesse sedi"*). Anche se uno stesso operatore offre la negoziazione di strumenti finanziari gettonati e gettoni, che non sono né strumenti finanziari né moneta elettronica, non si tratta della stessa sede o piattaforma di negoziazione. Tuttavia, il gestore di un sistema multilaterale di negoziazione può anche gestire una sede di negoziazione per i token non regolamentati in modo isolato dal sistema multilaterale di negoziazione (su cui sono quotati i token che rappresentano gli strumenti finanziari). Ciò è probabilmente anche in contrasto, ad esempio, con altre leggi sui mercati finanziari come l'art. 24, comma 1, VersAG. Questa disposizione vieta alle compagnie di assicurazione di svolgere attività non correlate all'assicurazione. Questo segue la logica per cui il fondo assicurativo verrebbe altrimenti attaccato. La MiFID II e la legge bancaria non contengono un telos analogo o una disposizione analoga, che sostiene anche la liceità dell'esecuzione di servizi accessori non regolamentari da parte di un intermediario finanziario come un'impresa d'investimento, a condizione che si proceda a una separazione organizzativa.

2. L'operazione (gli interessi in pool) è trasmessa dal sistema multilaterale di negoziazione alla stanza di compensazione (controparte centrale; CCP);⁵⁶⁹
3. La compensazione avviene tra il centro di compensazione e i membri della compensazione;
4. Viene effettuata una riconciliazione tra i membri del clearing e i membri del trading (determinazione dei crediti reciproci);
5. La stanza di compensazione (CCP) trasmette le istruzioni all'agente di regolamento per il regolamento (Depositario centrale di titoli; CSD);
6. La piattaforma di regolamento (CSD) effettua quindi il trasferimento effettivo degli strumenti finanziari in questione e garantisce anche il trasferimento effettivo dei fondi corrispondenti; il regolamento avviene mediante contabilizzazione;
7. In ultima analisi, ha luogo la riconciliazione tra i membri del CSD e i membri del clearing.

2.4.3 Sistemi di Trading Organizzato (OTF)

I sistemi di negoziazione organizzati si differenziano dai sistemi multilaterali di negoziazione principalmente per il fatto che l'abbinamento degli interessi è limitato agli strumenti non azionari, ossia obbligazioni, prodotti finanziari strutturati, certificati di emissione o derivati,⁵⁷⁰ e che

305

⁵⁶⁹ Lo scopo della compensazione è quello di garantire un successivo regolamento senza errori e quindi il trasferimento della proprietà.

⁵⁷⁰ Ad eccezione dei derivati che sono soggetti all'obbligo di compensazione ai sensi dell'art. 5 EMIR (art. 55n cpv. 3 Obbligo di compensazione).

tale abbinamento può essere effettuato anche secondo regole fisse, quindi discrezionali, a condizione che siano soddisfatti i requisiti di trasparenza pre-negoziazione e che sia rispettata la migliore esecuzione possibile.⁵⁷¹ Ciò significa che un operatore OTF è libero di decidere in che misura gli ordini dei clienti sono specificamente abbinati all'interno del sistema. Gli OTF non possono, in linea di principio, eseguire gli ordini dei clienti utilizzando capitale proprio e non possono eseguire ordini contro il proprio portafoglio, ad eccezione dei titoli di Stato. Di⁵⁷² conseguenza, gli OTF non hanno partecipanti al trading ma clienti, in quanto possono agire bilateralmente solo in misura limitata (trading per conto proprio e quindi non corrispondono agli ordini dei clienti).⁵⁷³

306 In questo contesto, c'è una notevole differenza tra un OTF e un MTF o mercati regolamentati. Gli OTF sono liberi di decidere se essere autorizzati o meno a partecipare al loro sistema, mentre i sistemi multilaterali di negoziazione e i mercati regolamentati hanno regole chiare su chi può partecipare a questi sistemi. Gli OTF non hanno partecipanti ma clienti in alcuni casi (per quanto riguarda i titoli di Stato) a causa della possibilità giuridica di una limitata comparsa bilaterale nelle transazioni legali, in quanto possono agire non solo come intermediari privi di rischio ma anche come controparti bilaterali oltre a mettere in comune gli interessi. I parametri di ammissione menzionati possono, ad esempio, riguardare i requisiti minimi di latenza. Tuttavia, queste regole devono essere trasparenti e non discriminatorie anche per gli OTF. Gli OTF sono di conseguenza meno limitati nell'ammissione dei clienti

⁵⁷¹ Articolo 3a comma 1 riga 6c della legge sulle banche.

⁵⁷² Titoli di debito pubblico per i quali non esiste un mercato liquido ai sensi dell'art. 55n cpv. 1 e 5 dell'ordinanza sulle banche.

⁵⁷³ Art. 20, paragrafi da 1 a 6 della MiFID II

o nell'esecuzione degli ordini da parte degli utenti della piattaforma rispetto ai sistemi multilaterali di negoziazione o ai mercati regolamentati. Tuttavia, un OTF può eseguire un ordine del cliente quando decide di farlo, ma non può discostarsi unilateralmente dalle istruzioni del cliente per quanto riguarda l'acquisto o l'esecuzione.⁵⁷⁴

Le disposizioni sulla trasparenza pre- e post-negoziazione e sulla best execution possono essere applicate ad un OTF solo quando viene eseguito il Matched Principal Trading. Per un MTF, questi standard si applicano in tutto il mondo, in quanto l'MTF non può operare bilateralmente.⁵⁷⁵ 307

L'esercizio del potere discrezionale menzionato all'inizio di questa sezione si riferisce alla decisione di piazzare o ritirare ordini su un OTF (potere discrezionale dell'ordine)⁵⁷⁶ e alla decisione se un ordine specifico sarà abbinato o meno a quelli già presenti nel sistema (in un determinato momento) (potere discrezionale dell'esecuzione)⁵⁷⁷. Sono necessarie regole trasparenti per l'esercizio del potere discrezionale e per 308

⁵⁷⁴Considerando 14 MiFID II.

⁵⁷⁵ Cfr. art. 24 e segg. MiFID II; art. 8e BankG.

⁵⁷⁶ Art. 55n cpv. 8 lit. a BankV; solo nella misura in cui ciò non sia in contrasto con le istruzioni del cliente. Sarebbe concepibile che l'operatore di un OTF esegua un ordine parzialmente su una sede di negoziazione e poi inoltri l'ordine rimanente ad un'altra sede di negoziazione, o che un ordine già piazzato venga completamente cancellato, poiché un risultato migliore può essere ottenuto su un'altra sede di negoziazione.

⁵⁷⁷ Art. 55n cpv. 8 lett. b Ordinanza sulle banche; se, ad esempio, un ordine per 1000 unità di uno strumento finanziario è abbinato sul lato delle offerte a due ordini corrispondenti sul lato delle domande, un operatore OTF può decidere

l'esecuzione degli ordini si applicano regole di protezione degli investitori.⁵⁷⁸

- 309 Infine, va notato che gli OTF e gli Internalizzatori Sistemati (SI) non sono gestiti dalla stessa entità giuridica. Inoltre, non devono esserci collegamenti tra un OTF e un SI o un altro OTF.⁵⁷⁹

2.4.4 Internalizzatori sistematici (SI)

- 310 Gli internalizzatori sistematici sono imprese di investimento (o, secondo il diritto nazionale, banche)⁵⁸⁰che⁵⁸¹, quando eseguono gli ordini dei clienti senza gestire un sistema multilaterale, effettuano frequente-

se, in quale misura e come eseguire l'ordine (su un sistema multilaterale di negoziazione, tuttavia, l'esecuzione dell'ordine sarebbe organizzata senza alcuna discrezione). Questa discrezione deve essere in linea con le istruzioni del cliente e con la Best Execution Policy.

⁵⁷⁸ Obblighi di informazione ai sensi dell'art. 24 MiFID II; valutazione dell'idoneità e dell'opportunità ai sensi dell'art. 25 MiFID II; obbligo di eseguire gli ordini nel modo più favorevole per il cliente (obbligo di best execution) ai sensi dell'art. 27 MiFID II e delle regole per l'elaborazione degli ordini dei clienti (art. 28 MiFID II).

⁵⁷⁹ Articolo 20, paragrafo 4, della MiFID II: articolo 55 quindicesimo, paragrafo 6, del regolamento bancario; cfr. anche il considerando 17 di DelVO 2017/565 sulla MiFID II, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj.

⁵⁸⁰ Articolo 3a comma 1 riga 34 della legge sulle banche.

⁵⁸¹ La negoziazione per conto proprio ai sensi dell'articolo 4, comma 1, n. 2 della MiFID II non è considerata negoziazione per conto proprio se *un'impresa di investimento partecipa, con lo scopo o l'effetto di effettuare operazioni back-to-back di fatto prive di rischio in uno strumento finanziario al di fuori di una sede di negoziazione, a sistemi combinati che ha istituito con entità non appartenenti al proprio gruppo*. (Art 16a del Regolamento Del 2017/2294 che modifica il Regolamento Del 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/2294/oj).

mente e in misura significativa scambi per conto proprio in modo organizzato e sistematico.⁵⁸² I SI sono quindi infrastrutture simili a quelle del mercato⁵⁸³, ma coinvolti solo nel trading bilaterale.

La MiFID II non definisce l'elemento costitutivo del regime bilaterale e quindi consente solo una definizione negativa. La distinzione non si basa sulle modalità di esecuzione degli ordini, ma sulla funzione che il gestore di una sede di negoziazione svolge. Si distingue tra la posizione di intermediario neutrale e priva di rischio da un lato e la controparte bilaterale che esegue gli ordini contro le proprie posizioni di negoziazione dall'altro. Come spiegato, l'OTF rompe già la precisa linea di demarcazione tra i due sistemi. Un operatore di una sede di negoziazione che accettasse ordini contro le proprie posizioni sarebbe in linea di principio soggetto a un conflitto di interessi, in quanto la neutralità non è più garantita. 311

In base al regime della MiFID, la negoziazione per conto proprio o per conto proprio è definita come la negoziazione *con capitale proprio, che porta alla conclusione di operazioni con uno o più strumenti finanziari*.⁵⁸⁴ Secondo l'allegato I, sezione A n. 3 della MiFID I e II, la negoziazione per conto proprio costituisce un servizio di investimento. Nell'allegato 2 sezione A comma 1 n. 3 della legge sulle banche, il commercio per conto proprio è stato definito come segue, sulla base di tre casi diversi: *Negoziazione di strumenti finanziari per conto proprio se e nella misura in cui* [1° 312

⁵⁸² Art. 4, comma 1, n. 20 MiFID II.

⁵⁸³ Cfr. la nozione di luogo di esecuzione ai sensi dell'art. 64 cpv. 1 ultimo periodo della MiFID II

⁵⁸⁴ Art. 4 (1) (6) MiFID I e II, cfr. il riferimento all'art. 2 (1) (5) MiFIR.

caso] è effettuata *da banche e imprese di investimento* o [2° caso] *come market making* o se [3° caso] è spesso negoziata per conto proprio al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione in modo organizzato e sistematico, gestendo un sistema accessibile a terzi che serve a concludere contratti per strumenti finanziari. Questa definizione si basa sul considerando 8 o sull'articolo 2, paragrafo 1, lettera d) della MiFID I.

- 313 La definizione di cui all'allegato 2 sezione A della legge sulle banche è stata introdotta nel Liechtenstein sulla base della MiFID I⁵⁸⁵ e la definizione apparentemente non è più armonizzata con l'art. 3a cpv. 1 n. 34 della legge sulle banche, poiché la prima dimentica in larga misura l'elemento del commercio. L'articolo 4, paragrafo 1, comma 20, del secondo capoverso della MiFID II definisce direttamente che "in modo sistematico e frequente" si riferisce al numero di operazioni OTC con uno strumento finanziario, mentre la "misura sostanziale" è misurata dalla percentuale che la negoziazione per conto proprio OTC occupa sul volume totale delle negoziazioni di un'impresa di investimento o sul volume delle negoziazioni nell'Unione europea rispetto a uno strumento finanziario.⁵⁸⁶ Gli elementi del trading frequente e sistematico devono essere cumulativi.⁵⁸⁷ Un'impresa di investimento può anche de-

⁵⁸⁵ LGBI 2007/261 del 20.09.2007, in vigore dal 01.11.2007

⁵⁸⁶ Si vedano i benchmark dell'ESMA in base ai quali un'impresa di investimento deve calcolare se si qualifica come internalizzatore sistematico, <https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>, accessibile il 15.09.2019, 17:42

⁵⁸⁷ Cfr. le informazioni di BaFin sui fatti della negoziazione per conto proprio e per conto proprio del 22 marzo 2011, modificate da ultimo il 15 maggio 2018, capitolo 1. b), https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_110322_eigenhandel_eigengeschaeft_neu.html

cidere consapevolmente di essere soggetta alle regole di un internalizzatore sistematico. Tuttavia,⁵⁸⁸ se le soglie stabilite dall'ESMA sono raggiunte al fine di stabilire lo status di internalizzatore sistematico, devono essere rispettati gli obblighi di trasparenza, di esecuzione alle condizioni migliori e di segnalazione. Ad⁵⁸⁹ esempio, i giocatori che operano su una DEX (borsa decentralizzata) per quanto riguarda gli strumenti finanziari (gettoni di sicurezza) e che superano le soglie sopra menzionate possono talvolta essere qualificati come internalizzatori sistematici.⁵⁹⁰

Inoltre, l'attività di un internalizzatore sistematico deve essere svolta dal personale o tramite un sistema tecnico automatizzato previsto a tale scopo. Non è necessario che il personale sia dedicato esclusivamente a questo scopo o che il sistema sia adattato esclusivamente a questo scopo.⁵⁹¹ 314

È interessante in questo contesto che il concetto di sistema tecnologicamente neutro non sia utilizzato in questo caso, in quanto è inerente al sistema multilaterale secondo la MiFID II e si basa generalmente su un 315

⁵⁸⁸ <https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>.

⁵⁸⁹ Cfr. articolo 21, paragrafo 3, del regolamento di attuazione della MiFID I, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2006/1287/oj>.

⁵⁹⁰ Vedi capitolo II.2.5.

⁵⁹¹ Art 21 (1) lit b DVO-MiFID I (CE/1287/2006); cfr. a Art. 12 a 17 del Regolamento dei delegati UE 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj, secondo il quale una certa percentuale di transazioni deve essere effettuata in determinati periodi.

insieme di regole.⁵⁹² Tuttavia, dalla formulazione del regolamento di esecuzione risulta inevitabilmente chiaro che non è necessario che l'impresa di investimento gestisca essa stessa questo sistema; tale formulazione è formulata in modo poco chiaro ai sensi della legislazione nazionale. Qui si dice che nel caso del trading proprietario in relazione agli internalizzatori sistematici, *viene gestito un sistema accessibile a terzi*⁵⁹³. Oltre agli obblighi generali, come la best execution,⁵⁹⁴⁵⁹⁵ l'ordinanza sulle banche disciplina altri obblighi per gli internalizzatori sistematici. In questo contesto, gli internalizzatori sistematici devono, ad esempio, eseguire gli ordini relativi a strumenti finanziari al prezzo offerto al momento della ricezione dell'ordine. Inoltre, devono essere predisposti rapporti trimestrali sulla qualità di esecuzione e devono essere presentati alle autorità competenti i dati di riferimento⁵⁹⁶ sui derivati OTC. Il risultato complessivo è che, sebbene gli internalizzatori sistematici siano soggetti a norme severe, non possono combinare gli interessi di acquisto e di vendita di terzi.

316 Le conseguenze della classificazione come internalizzatore sistematico sono che una società d'investimento deve comunicare la propria attività

⁵⁹² Va notato che un Internalizzatore sistematico non utilizza un sistema multilaterale.

⁵⁹³ Allegato 2 Sezione A comma 1 n. 3 della legge sulle banche.

⁵⁹⁴ Art. 24 e 25 della MiFID II in combinato disposto con l'art. 64 del Regolamento delegato UE 2017/565, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj; cfr. in generale il capo III del Regolamento Del relativo agli obblighi delle imprese di investimento.

⁵⁹⁵ Allegato 7.4 Sezione V. Bst C in base all'articolo 14 del regolamento MiFIR.

⁵⁹⁶ Vedi Art 2 RTS 23, Del-VO 2017/585, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/585/oj.

alle autorità competenti, nel Liechtenstein, alla FMA, che di conseguenza controlla gli obblighi derivanti da questo status. Inoltre, gli obblighi di trasparenza pre-negoziata devono essere rispettati sia per gli strumenti azionari e quasi-equity che per gli strumenti non azionari. Inoltre, esistono anche obblighi di trasparenza post-negoziata e obblighi relativi all'esecuzione delle operazioni.

I market maker sono attivi anche nel trading bilaterale per conto proprio. I market maker sono persone che⁵⁹⁷ indicano continuamente la loro disponibilità a negoziare su uno o più mercati finanziari acquistando e vendendo strumenti finanziari utilizzando il proprio capitale per conto proprio a prezzi da loro stabiliti. I market maker sono operatori del mercato finanziario che sono costantemente a disposizione degli altri operatori del mercato finanziario come controparti per gli interessi delle transazioni. In questo senso, i market maker agiscono come fornitori di liquidità su un mercato per quanto riguarda determinati strumenti finanziari.⁵⁹⁸ 317

2.4.5 Panoramica delle sedi di negoziazione organizzate

I sistemi di trading menzionati, MTF e OTF, servono a riunire gli interessi corrispondenti di strumenti finanziari ai fini della conclusione di un contratto (da non confondere con gli ordini corrispondenti dei clienti o con il trading principale corrispondente).⁵⁹⁹ L'etimologia del concetto di Matched Principal Trading può essere fatta risalire al fatto 318

⁵⁹⁷ Quindi, scambio e/o over-the-counter.

⁵⁹⁸ Articolo 4, paragrafo 1, punto 7 della MiFID II; articolo 3a, paragrafo 1, punto 50 della legge bancaria.

⁵⁹⁹ Cfr. la versione inglese dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 38 della MiFID II.

che sia l'acquirente che il venditore agiscono come committenti per quanto riguarda il loro ordine.

319 L'abbinamento o la fusione di interessi in relazione a strumenti finanziari presuppone tre elementi: il primo criterio è che un intermediario (ad es. il gestore di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione) funga da intermediario tra l'acquirente e il venditore. Questo intermediario è intermediato in modo tale da non essere esposto ai rischi di mercato in qualsiasi momento durante l'esecuzione dell'operazione (non vengono eseguiti ordini); l'intermediario agisce quindi come un intermediario privo di rischio (componente di rischio in base allo status di intermediario multilaterale). La seconda caratteristica si basa su un elemento temporaneo, in base al quale entrambe le operazioni - ordini di acquisto e di vendita - vengono eseguite contemporaneamente l'una contro l'altra. Per quanto riguarda il terzo e ultimo elemento, l'operazione deve essere conclusa dall'intermediario in modo tale che, a parte una commissione o un compenso per l'esecuzione comunicati in modo trasparente, dall'operazione stessa non derivi alcun profitto o perdita (elemento di remunerazione).⁶⁰⁰

320 Il gestore di una piattaforma su cui vengono raggruppati gli ordini dei clienti corrispondenti deve pertanto essere autorizzato dalla FMA come impresa d'investimento e a gestire un sistema multilaterale di negoziazione e/o un sistema organizzato di negoziazione. L'esercizio di un

⁶⁰⁰ Art. 4 comma 1 n. 38 MiFID II.

MTF e/o OTF è soggetto a una licenza separata rilasciata dalla FMA.⁶⁰¹ Si noti che l'impresa d'investimento che gestisce un sistema multilaterale di negoziazione non può essere contemporaneamente membro o partecipante a tale sistema multilaterale di negoziazione ai fini della negoziazione per conto proprio o della negoziazione principale abbinata (abbinamento degli ordini dei clienti abbinati). L'impresa d'investimento può impegnarsi nella negoziazione in agenzia solo sul proprio sistema multilaterale di negoziazione, in quanto devono essere predisposti meccanismi efficaci per garantire che non sorgano conflitti di interesse. Poiché a un'impresa d'investimento che gestisce un sistema multilaterale di negoziazione è vietato negoziare con il proprio portafoglio⁶⁰², non è possibile eseguire ordini dei clienti e quindi non è possibile eseguire la negoziazione del capitale corrispondente (combinazione di due ordini corrispondenti dei clienti che agiscono come capitale e quindi come capitale corrispondente). Un'impresa d'investimento che gestisce un sistema multilaterale di negoziazione agisce piuttosto come un intermediario privo di rischio che si limita a riunire gli interessi, ma non gli ordini dei clienti, relativi a strumenti finanziari; ciò porta alla conclusione di contratti per strumenti finanziari, ma non all'esecuzione di tali contratti. Un sistema multilaterale di negoziazione o una società di investimento che ne gestisce uno e un broker⁶⁰³ (agente)

⁶⁰¹ Art. 15 in combinato disposto con l'allegato 2, sezione A, cpv. 1, cifra 3 in combinato disposto con la cifra 8 e/o 9 della legge sulle banche; allegato 1, sezione A, n. 1 lit o e p LFMAg.

⁶⁰² Ciò porterebbe inevitabilmente anche a conflitti di interesse.

⁶⁰³ I broker delle agenzie agiscono come intermediari per eseguire gli ordini dei loro clienti in una sede di negoziazione. I broker dell'agenzia devono rispettare le norme di buona esecuzione. Un Broker-Agenzia esegue gli ordini dei clienti,

devono essere persone separate. Il trading di agenzia avviene quindi su un MTF. Gli intermediari finanziari partecipanti come i gestori patrimoniali o le imprese di investimento (con autorità amministrativa) agiscono in qualità di agenti (agency brokers). In un sistema multilaterale di negoziazione, gli ordini di tali membri commerciali (contraenti) vengono successivamente fusi (buy-side e sell-side).⁶⁰⁴

2.4.6 Conclusione Sedi di negoziazione organizzate

321 Ne consegue che per la gestione di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione ai sensi dell'art. 15 della legge sulle banche è necessaria un'autorizzazione dell'Autorità per i mercati finanziari del Liechtenstein, a condizione che il futuro gestore del centro di negoziazione disponga cumulativamente dei seguenti elementi⁶⁰⁵:

- Un sistema per la negoziazione di strumenti finanziari è un prerequisito per una sede di negoziazione. La terminologia del sistema è da intendersi in modo tecnologicamente neutro e comprende quindi in generale un insieme di regole. Anche il commercio vocale, ad esempio, rientra nel concetto di sistema;

mentre un Broker-Rivenditore negozia i titoli per conto proprio o per conto dei propri clienti.

⁶⁰⁴ Art. 19 (5) MiFID II; domande e risposte dell'ESMA sui temi della MiFID II e delle strutture di mercato MiFIR, ESMA70-872942901-38, 02.04.2019, sezioni 5 e 5.1 Sistemi multilaterali e bilaterali, domande e risposte 1 aggiornate da ultimo il 31.01.2017, pag. 35.

⁶⁰⁵ Cfr. il volantino BaFin sul Multilateral Trading System del 07.12.2009, modificato da ultimo il 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091208_tatbestand_multilaterales_handelssystem.html

- Il sistema deve necessariamente essere di natura multilaterale (messa in comune di interessi relativi a strumenti finanziari di acquirenti e venditori tramite un intermediario - ma non la messa in comune di ordini corrispondenti);
- È necessario che questo sistema serva all'esecuzione degli interessi delle parti di negoziazione o, in ultima analisi, alla conclusione degli ordini dei clienti (tuttavia, il gestore di un sistema multilaterale di negoziazione in particolare non è autorizzato ad eseguire operazioni a proprio nome e per proprio conto e quindi non ha clienti, motivo per cui non può combinare gli ordini dei clienti nel senso di negoziazione principale abbinata; su un sistema multilaterale di negoziazione è possibile solo il trading di agenzia);
- In conseguenza della corrispondenza degli interessi o degli ordini dei partecipanti al trading, non vi è alcuna possibilità di concludere transazioni con specifiche controparti caso per caso o di selezionare la parte contraente;
- Il contratto viene stipulato all'interno del sistema o della piattaforma e non al di fuori di essa (la conclusione del contratto deve essere separata dall'esecuzione - compensazione e quindi liquidazione). Se il contratto viene stipulato al di fuori del sistema, a volte si tratta di un puro sistema informativo o di una bacheca;⁶⁰⁶

⁶⁰⁶ Cfr. *Seiffert*, Börsen und andere Handelssysteme in *Kümpel/Wittig* (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4a edizione, n. marg. 4.64; a seconda della forma specifica, tuttavia, l'accettazione e la trasmissione di ordini è concepibile (allegato 2 sezione A comma 1 riga 1 della legge sulle banche); cfr. anche capitolo II.2.5.

- In definitiva, il sistema deve essere progettato per riunire gli interessi di un gran numero di partecipanti al trading e non semplicemente per servire allo scopo di concludere singole transazioni commerciali. Ai sensi dell'art. 18 (7) MiFID II, i sistemi multilaterali di negoziazione o i sistemi organizzati di negoziazione devono avere almeno tre membri o utenti che possono interagire tra loro ai fini della determinazione del prezzo.

2.4.7 Riproduzione di un CCP per gettoni di utilità e vantaggi della catena a blocchi

322 Il sistema di una controparte centrale (clearing house), che si incontra spesso nel diritto dei mercati finanziari, può anche essere emulato in relazione all'abbinamento di token che non sono né strumenti finanziari né moneta elettronica ("utility token" o "commodity token" nel senso di contenuti digitali o valute virtuali).⁶⁰⁷ Per rappresentare un processo comprensibile e significativo, si parte dal presupposto che un utente A voglia acquistare BTC con ETH su una piattaforma di trading per Token, mentre un utente B voglia acquistare il corrispondente importo in ETH tramite BTC o vendere BTC contro ETH. Qui di seguito viene mostrata la possibilità di realizzare un tale abbinamento:

- Gli utenti A e B si registrano su una piattaforma di trading per gettoni che non rappresentano né strumenti finanziari né e-money;
- L'utente A desidera acquistare BTC con il suo ETH;
- L'utente B vuole vendere BTC (contro ETH);
- Successivamente vengono eseguiti due passi in sincronismo:

⁶⁰⁷ Questo può essere interessante anche in relazione al token interno su un crypto-exchange come menzionato nel capitolo II.2.2.2

- L'utente A trasferisce i PF al gestore della piattaforma di trading per i gettoni, per cui il motivo legale del trasferimento è l'acquisizione di BTC dal gestore della piattaforma di trading come controparte centrale in base a un accordo contrattuale (ad es. con differimento del pagamento per un secondo legale);
 - L'utente B trasferisce BTC al gestore della piattaforma di trading per i token. In questo caso, la ragione legale del trasferimento è la vendita di BTC al gestore della piattaforma di trading come controparte centrale in conformità ad un accordo contrattuale.
- Il gestore della piattaforma di commercio di gettoni ha successivamente acquisito ETH dall'utente A per almeno un secondo legale e per questo è in debito con l'utente A BTC. Allo stesso tempo, il gestore della piattaforma di trading ha acquisito BTC dall'utente B per almeno un secondo legale e in cambio deve all'utente A un ETH;
 - Il gestore della piattaforma di trading per i token adempie ai propri obblighi nei confronti dell'Utente A con le BTC acquisite dall'Utente B. Allo stesso tempo, il gestore della piattaforma per il commercio di gettoni adempie alla sua responsabilità nei confronti dell'utente B con il ETH acquistato dall'utente A.

Il fascino dell'utilizzo della tecnologia a catena di blocco o dei contratti smart per l'esecuzione concreta nel senso sopra indicato risiede nel fatto che il gestore della piattaforma di trading dei gettoni in qualità di controparte centrale detiene i rispettivi gettoni per almeno un secondo legale. Tuttavia, a causa dei requisiti tecnologici, tale transazione viene eseguita ed elaborata automaticamente quasi in tempo reale e tramite

un contratto smart (conclusione e adempimento di un contratto). Di conseguenza, il rischio di controparte (rischio di insolvenza) è di fatto completamente eliminato e ciò rappresenta un enorme potenziale per il mercato finanziario. Se in futuro la tecnologia a catena di blocco sarà pienamente implementata, i mercati altamente regolamentati, come i centri di negoziazione multilaterali, potrebbero operare in modo molto più efficiente ed economico. Da questo punto di vista, la tecnologia delle catene a blocchi e le tecnologie correlate possono⁶⁰⁸ essere viste come un segno dell'efficienza di Pareto.⁶⁰⁹ Le tecnologie di contabilità distribuita possono sostituire almeno in parte l'attuale onere normativo con la tecnologia per evitare il fallimento del mercato. *"Tra gli aspetti positivi, va notato che la concorrenza di Fintechs con le banche universali porta a prezzi più bassi, a prodotti migliori o a un aumento della varietà delle offerte. Il fatto che, a lungo termine, una quota considerevole degli utili dell'attività*

⁶⁰⁸ Dal punto di vista macroeconomico, tali mercati richiederebbero una regolamentazione nulla o almeno minore per raggiungere l'efficienza di Pareto. Inoltre, una distribuzione asimmetrica delle informazioni dovuta a un conflitto tra mandante e agente può essere combattuta meglio con la pubblicità e la trasparenza tecnica della tecnologia che con la regolamentazione. In economia, la distribuzione asimmetrica dell'informazione è uno dei quattro fallimenti del mercato oltre alle esternalità, al potere di mercato - monopolio/monopson e beni pubblici. La regolamentazione ha lo scopo di prevenire e contrastare i fallimenti del mercato, ma è un fattore di costo indipendente, motivo per cui non si raggiunge la perfetta efficienza. Questa situazione potrebbe essere affrontata con la tecnologia della catena a blocchi. In questo contesto, si veda anche il problema del monitoraggio e dei costi di agenzia, *Jensen/Meckling, Theory of the Firm: Comportamento manageriale, costi di agenzia e struttura della proprietà*, pag. 45 e segg.

⁶⁰⁹ Cfr. BuA 2019/54, pag. 80 e segg. per evitare un'eccessiva regolamentazione.

*bancaria standardizzata sarà probabilmente rilevata da Fintechs è innocuo anche dal punto di vista del diritto della concorrenza”.*⁶¹⁰

Dabei darf aber nicht übersehen werden, dass die Kryptomärkte bislang wirtschaftlich betrachtet ineffiziente Märkte sind, welche Arbitrage-Handel und auch Marktmanipulation ermöglichen; hierzu ein Auszug: *“Mappando le catene di blocco di Bitcoin e Tether, siamo in grado di stabilire che le entità associate alla borsa Bitfinex usano Tether per acquistare Bitcoin quando i prezzi sono in calo. Tali attività di supporto dei prezzi hanno successo, in quanto i prezzi dei Bitcoin aumentano in seguito ai periodi di intervento. Questi effetti sono presenti solo dopo rendimenti negativi e periodi successivi alla stampa di Tether. Infatti, anche meno dell’1% dello scambio estremo di tether con il Bitcoin ha sostanziali effetti aggregati sui prezzi. [...] Nel complesso, i nostri risultati forniscono un sostanziale supporto all’opinione che la manipolazione dei prezzi possa essere alla base di sostanziali effetti di distorsione delle valute crittografiche. Questi risultati suggeriscono che la sorveglianza e il monitoraggio esterni del mercato dei capitali possono essere necessari per ottenere un mercato veramente libero. Più in generale, i nostri risultati supportano la narrazione storica secondo cui le attività dubbie non sono solo un sottoprodotto dell’apprezzamento dei prezzi, ma possono contribuire in modo sostanziale alle distorsioni dei prezzi e alla cattiva allocazione del capitale”.*⁶¹¹

⁶¹⁰ Müller, *Europarechtliche Aspekte von Fintechs*, in *Krimphove* (Hrsg), *Fintechs*, p. 83 (p. 92); dal punto di vista del diritto della concorrenza, non va dimenticato che il diritto della concorrenza non tutela la concorrenza.

⁶¹¹ *Griffin/Shams, Is Bitcoin Really Un-Tethered?*, 13.06.2018, S 33, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066.

325

Tuttavia, il divieto generale di scambiare valute criptate sarebbe contrario ai diritti fondamentali nell'UE e nel SEE in conformità con la libertà d'impresa di cui all'art. 16 della Carta dei diritti fondamentali (CGC), la libertà di proprietà di cui all'art. 17 CGC e il principio di uguaglianza di cui all'art. 20 CGC, che offre un diritto alla concorrenza e alla neutralità tecnologica. Tuttavia, in linea di principio sono ammesse restrizioni individuali se giustificate (ad esempio per motivi di tutela dei consumatori, per i quali le disposizioni di tutela degli investitori della MiFID II possono essere applicate per analogia anche in relazione agli strumenti finanziari).⁶¹² Tuttavia, la valutazione della Bilancia ai sensi del diritto della concorrenza, tenendo conto del divieto di abuso di cui all'articolo 102 del TFUE, sembra più problematica. Un tale sfruttamento abusivo di una posizione dominante nel mercato interno potrebbe essere visto in particolare nel fatto che una posizione dominante di Facebook nel settore dei social media viene utilizzata per raggiungere una posizione altrettanto dominante nel settore dei servizi di pagamento (monopolizzazione dei dati).

2.5 DEX come sede di negoziazione e altri servizi di investimento

326

Uno scambio decentralizzato (DEX) è un luogo di scambio decentralizzato basato su una tecnologia a catena distribuita a libro mastro o a blocchi. La progettazione del software varia, ma nella maggior parte dei casi un sistema di matchmaking è direttamente integrato nella rete decentralizzata e tali sistemi software forniscono regolarmente meccanismi per la conclusione e l'adempimento dei contratti in relazione ai

⁶¹² Per quanto riguarda la Bilancia, cfr. anche le osservazioni sul regime della moneta elettronica alla nota marginale 396.

gettoni o ai diritti rappresentati dai gettoni. Esempi pratici ben noti per le piazze commerciali decentralizzate sono EtherDelta⁶¹³, IDEX⁶¹⁴, Token Store,⁶¹⁵ OasisDex⁶¹⁶ o lo Stellar DEX⁶¹⁷. Su questi sistemi decentralizzati, cioè i token peer-to-peer (P2P), che a volte rappresentano strumenti finanziari, possono essere negoziati. Una caratteristica di questi sistemi è che sia il portafoglio ordini che la custodia, il matching e il regolamento vengono eseguiti in catena - a volte con l'utilizzo di Smart Contracts.⁶¹⁸

Per quanto riguarda i criteri elaborati nel capitolo 2.4 e riassunti in particolare nel capitolo 2.4.6 l'elemento costitutivo del sistema di negoziazione degli strumenti finanziari è quindi sostanzialmente soddisfatto. 327
 Il sistema tecnologico di un DEX soddisfa i requisiti di un sistema per rappresentare un insieme di regole secondo le quali gli strumenti finanziari possono essere negoziati. Tuttavia, un problema in questo caso è che la negoziazione su sedi di negoziazione organizzate in base al regime MiFID riguarda esclusivamente gli strumenti finanziari. Tuttavia,

⁶¹³ <https://etherdelta.com/> visitato il 15 settembre 2019, 17:46.

⁶¹⁴ <https://idex.market/eth/idex> convocato il 15.09.2019, 17:46.

⁶¹⁵ <https://token.store/eth/portfolio> convocato il 15.09.2019, 17:46.

⁶¹⁶ <https://eth2dai.com/exchange/WETH/DAI> convocato il 15.09.2019, 17:46.; con il Protocollo Oasis, il portafoglio ordini è tenuto in catena e anche l'abbinamento e la liquidazione sono effettuati in catena, motivo per cui questo Protocollo è completamente decentralizzato. Oasis è un protocollo di swap P2P decentralizzato, che è pubblico, non custodiale, sul quale vengono eseguiti gli ordini relativi ai token basati su ERC-20 seguendo la logica degli Smart Contracts senza autorizzazione.

⁶¹⁷ <https://stellarterm.com/> convocato il 15.09.2019, 17:46.

⁶¹⁸ Le eccezioni confermano la regola - EtherDelta, ad esempio, non prevede l'abbinamento. Il libro degli ordini e l'abbinamento sono mantenuti o eseguiti off-chain presso IDEX.

si tratterebbe semplicemente di un'implementazione non corretta su un DEX e non si può ancora escludere l'esistenza di un mercato regolamentato, semplicemente perché su di esso vengono negoziati gettoni che non rappresentano strumenti finanziari così come quelli che rappresentano strumenti finanziari. Se il regime delle sedi di negoziazione si applicasse a un DEX, ciò significherebbe che vi si potrebbero negoziare solo strumenti finanziari.

328 Tuttavia, il secondo criterio emergente delle sedi di negoziazione organizzate, l'esistenza obbligatoria di sistemi multilaterali, sta già causando grandi difficoltà. Questo per due motivi: Da un lato, un DEX non ha un intermediario centrale per il funzionamento del sistema, ma il sistema tecnico è praticamente autosufficiente. D'altro canto, il commercio bilaterale è possibile su tali sistemi, mentre il commercio multilaterale non è necessariamente necessario. Tuttavia, se tale sistema multilaterale è integrato, in linea di principio sarà eseguito da un'istanza tecnologica del sistema stesso. L'esecuzione degli interessi delle parti o la conclusione degli ordini dei clienti da parte di un insieme di regole si basa anche su un intermediario centrale (cliente o partecipante), che non è disponibile in una rete decentrata o in un contratto Smart dello stesso, tuttavia, a causa della mancanza di soggettività giuridica di quest'ultimo.⁶¹⁹

⁶¹⁹ Va notato che l'operatore di un'interfaccia software (nel senso di una bacheca) su un DEX potrebbe anche essere considerato un intermediario privo di rischio che combina gli interessi di terzi rispetto a determinati gettoni. Tuttavia, si deve tener conto del fatto che esiste regolarmente molto di più di una pura piattaforma informativa, che viene fornita da un fornitore di servizi tecnici, e che la conclusione (e non solo l'adempimento) avviene al di fuori del sistema.

Va notato che le osservazioni di cui sopra sono generalmente formulate in modo generalizzato e senza una dettagliata discussione tecnica su specifiche piattaforme decentrate. Per una valutazione concreta, i singoli processi e procedure tecniche devono sempre essere analizzati. Tuttavia, la sintesi è che un DEX non può essere una sede di negoziazione regolamentata o un operatore del mercato finanziario. Ciò è già dovuto al fatto che manca una persona giuridica in grado di regolamentare, soprattutto perché la tecnologia stessa non può essere soggetta a supervisione. Tuttavia, l'interazione con un DEX da parte delle entità centrali deve essere valutata separatamente da questo. In relazione ai gettoni, che rappresentano strumenti finanziari, possono talvolta essere forniti servizi di investimento. Si deve quindi distinguere tra un DEX come "backend" e un'interfaccia al DEX come "front-end" (anche bacheca).

Una tale interfaccia nel senso di un'API⁶²⁰ può, ad esempio, essere caratterizzata dal fatto che le informazioni relative alle offerte di acquisto e di vendita di determinati gettoni su una catena a blocchi, che rappresentano strumenti finanziari, sono rese accessibili in forma grafica, per cui le informazioni di base possono essere visualizzate direttamente sulla catena a blocchi anche senza un'interfaccia. Un tale ponte software può mirare a facilitare l'acquisizione di informazioni o lo scambio di informazioni riguardanti le offerte di acquisto e di vendita da parte di altri utenti di una catena a blocchi, dal momento che questi dati sono presentati in forma grafica (piattaforma informativa, "bacheca"). Una tale piattaforma informativa faciliterebbe l'ispezione e la comunicazione delle offerte di transazione relative a determinati gettoni su una

⁶²⁰ Interfaccia di programmazione dell'applicazione.

catena a blocchi. A seconda del design dell'interfaccia, è anche possibile che nuove offerte di acquisto o di vendita siano quotate su una catena di blocco tramite una piattaforma front-end. Di conseguenza, una tale piattaforma software consentirebbe agli utenti di visualizzare e valutare le offerte di acquisto e di vendita di altri utenti relative a determinati gettoni rappresentativi di strumenti finanziari e che attualmente vengono portati su una catena a blocchi in modo semplificato ed elaborato graficamente; inoltre, utilizzando tale interfaccia, le offerte relative a strumenti finanziari gettonati potrebbero essere create direttamente sulla catena a blocchi.

- 331 Se una tale piattaforma consente ai clienti di negoziare strumenti finanziari rendendo più facile per gli utenti front-end ottenere informazioni sugli strumenti finanziari gettonati, che possono poi essere utilizzati per avviare la conclusione di un contratto, si pone la questione se viene gestito un sistema di negoziazione multilaterale o se viene fornito un altro servizio di investimento. Dipende dal fatto che il sistema sia progettato per riunire gli interessi degli utenti di un tale front-end di software secondo alcune regole definite in anticipo. Di norma, tuttavia, tale piattaforma non sarà progettata per eseguire il trading di agenzia o il trading principale abbinato. I fornitori di servizi che offrono un ponte software verso un DEX fungeranno piuttosto da fornitori di servizi di informazione tecnica e da fornitori di servizi (nel senso di "software come servizio") per le persone interessate al trading di strumenti finanziari gettonati, mettendo a disposizione una piattaforma software con

una funzione di bacheca o una bacheca⁶²¹ (cioè una piattaforma di pura informazione).⁶²²

Se tale piattaforma serve solo a identificare le parti interessate per quanto riguarda l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari gettonati e non offre la possibilità di concludere un contratto per strumenti finanziari o altri contenuti su tale piattaforma e quindi non ha alcun obbligo di adempiere un contratto tramite la piattaforma, non può esistere una piattaforma di trading multilaterale come un MTF o OTF o qualsiasi altro operatore del mercato finanziario come un SI.⁶²³ Se tale interfaccia

⁶²¹ Il Rapporto ESMA 50-164-2430 del 12.07.2019, Licensing of FinTech business models, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-2430_licensing_of_fintech.pdf, margine n. 92, afferma a questo proposito che le autorità di vigilanza nazionali hanno classificato tali piattaforme di confronto o bacheche come fondamentalmente completamente non regolamentate, per cui deve essere effettuato un esame caso per caso per poter valutare eventuali attività che richiedono un'autorizzazione in base all'ambito concreto delle funzioni di tali piattaforme.

⁶²² In pratica, esistono un gran numero di piattaforme software di questo tipo, per cui non è sempre facile capire in dettaglio come funzionano o se è disponibile un'interfaccia per un DEX o un DEX stesso. Cfr. il progetto DSTOQ, che utilizza lo Stellar DEX - <https://dstoq.com/>; DStoq (DSQ Token): Licensed Decentralized Stock & Crypto Exchange?, 04.08.2018, <https://bitcoinexchangeguide.com/dstoq-dsq-token/> e First Blockchain Security Token Exchange - Costruito su Stellar (XLM), 31.07.2018, <https://cryptocoinspy.com/first-blockchain-security-token-exchange-built-on-stellar-xlm/>, tutti convocati il 15.09.2019, 17:57.

⁶²³ Sono ipotizzabili anche altre imprese d'investimento; cfr. il capitolo II.2.4.4 In caso di negoziazione sistematica e sostanziale per conto proprio su un DEX con gettoni rappresentativi di strumenti finanziari, occorre verificare se è presente un internalizzatore sistematico. Cfr. per le soglie di negoziazione per

software è progettata in modo tale che gli utenti possano esercitare la loro libera discrezione nell'accettare o meno una determinata offerta relativa a strumenti finanziari gettonati, o se gli utenti sono liberi di scegliere dove eseguire o adempiere un eventuale contratto concluso, il gestore di tale interfaccia software su un DEX si limita a fornire un servizio tecnico non regolamentato. Il fattore decisivo in questo caso è che sia la conclusione e la negoziazione del contratto, sia l'adempimento e l'esecuzione del contratto sono in ultima analisi effettuate fuori dal ponte software⁶²⁴ verso un DEX sul quale è possibile negoziare strumenti finanziari simbolizzati.

- 333 Una tale attività non costituisce una situazione che richiederebbe un'autorizzazione ai sensi dell'allegato 2 sezione A, paragrafo 1, linee 6-9 in combinato disposto con l'articolo 15 della legge bancaria, in quanto non viene gestito né un sistema multilaterale di negoziazione né un sistema organizzato di negoziazione né un sistema organizzato di collocamento di strumenti finanziari con o senza obbligo di acquisizione, a condizione che un fornitore di servizi tecnici, in qualità di gestore di un'interfaccia con un DEX, non fornisca una combinazione di interessi corrispondenti in relazione a strumenti finanziari gettonati e quindi non

calcolare se tale internalizzatore deve essere assunto <https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>. Un Market Maker OTC potrebbe anche agire su un DEX. Si segnala, tuttavia, che alcuni strumenti finanziari sono soggetti a un obbligo di negoziazione, si veda il capitolo II.2.4, nota a margine 287.

⁶²⁴ Piattaforma software, -interfaccia, -bridge, -frontend, -piattaforma informativa, piattaforma di denominazione, ecc. sono qui utilizzati come sinonimo di tutti i programmi software, che consentono l'accesso a un DEX, sul quale è possibile negoziare strumenti finanziari gettonati.

effettui operazioni di compensazione o di regolamento, ma sia la conclusione che l'esecuzione avvengono bilateralmente tra acquirente e venditore su un DEX e quindi direttamente su una catena a blocchi (o su un contratto Smart su cui la catena a blocchi è abbinata) e quindi vengono valutate o elaborate solo informazioni o dati pubblicamente visibili della catena a blocchi. Il gestore della piattaforma non svolge attività di collocamento o di emissione, in quanto non vengono effettuate vendite di strumenti finanziari. Tali operazioni si basano sulla vendita di strumenti finanziari a nome di terzi per conto di terzi nell'ambito di un contratto di collocamento senza un impegno irrevocabile di sottoscrizione (operazione di collocamento) o di un'emissione con un contratto di collocamento con un⁶²⁵ impegno irrevocabile di sottoscrizione (impegno irrevocabile di sottoscrizione; contratto di assunzione in carico degli strumenti finanziari emessi nel proprio portafoglio e quindi assunzione del rischio di vendita; operazione di emissione).⁶²⁶

⁶²⁵ Un'emissione è l'emissione di strumenti finanziari a una vasta gamma di destinatari, mentre un collocamento è rivolto a un gruppo limitato di acquirenti ai fini della vendita di strumenti finanziari (anche collocamento privato), cfr. *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2a edizione, § 1, nota a margine 33.

⁶²⁶ BaFin Merkblatt Platzierungsgeschäft, 10.12.2009, modificato da ultimo il 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091211_tatbestand_platzierungsgeschaeft.html; BaFin Merkblatt Emissionsgeschäft, 07.01.2009, modificato da ultimo il 24.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090107_tatbestand_emissionsgeschaeft.html. Sia l'attività di collocamento che quella di emissione rappresentano una forma di loro emissione, in quanto gli strumenti finanziari sono collocati presso il pubblico in nome e per conto di terzi e non sono venduti a nome proprio come nel caso delle nostre emissioni. Vedi anche *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2a edizione, § 1, nota a margine 33 e segg.

Tuttavia, tale interfaccia potrebbe essere utilizzata soprattutto per l'accettazione e la trasmissione di ordini relativi a uno o più strumenti finanziari (intermediazione commerciale ai sensi dell'allegato 2 sezione A cpv. 1 riga 1 della legge bancaria).

2.5.1 Intermediazione di acquisizioni

334 Per la fornitura di servizi di investimento di ricezione e trasmissione di ordini relativi a strumenti finanziari, è essenziale che un fornitore di servizi riunisca gli interessi dei clienti per una futura transazione, per cui la specifica transazione viene effettuata dopo la fusione e viene solitamente eseguita fuori borsa.⁶²⁷

335 La caratteristica principale della mediazione di conclusione è la mediazione della possibilità di una conclusione concreta e non puramente astratta di una transazione per i clienti.⁶²⁸ La mediazione della conclusione di una transazione presuppone quindi che i dettagli chiave concreti di una potenziale transazione futura siano trasmessi dall'intermediario ai suoi clienti dal lato dell'acquirente e del venditore e che senza tale mediazione non sia possibile concludere una conclusione.

336 I servizi rilevanti, che possono essere assunti come intermediazione contrattuale, sono forniti da chi agisce nel senso di messaggero e trasmette la dichiarazione di intenti del cliente con lo scopo di rendere possibile la possibilità concreta di una transazione relativa all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari nominando il cliente. A questo

⁶²⁷ *Zahradnik a Brandl/Saria*, WAG, 2a edizione, 2018, § 3 Rz 6.

⁶²⁸ *Kalss/Oppitz/Zollner*, legge sul mercato dei capitali, 2a edizione 2015, Rz 4/10.

proposito, tuttavia, deve essere in ogni caso una tale dichiarazione d'intenti da parte del cliente, che viene trasmessa ai potenziali partner contrattuali e consente la concreta conclusione di un contratto.⁶²⁹

Tuttavia, se un'interfaccia software su un DEX funziona esclusivamente 337
come piattaforma informativa su interessi o offerte di acquisto o di vendita esistenti e se il cliente ha la possibilità di concludere un contratto e di eseguire una transazione senza tale piattaforma informativa, ciò non costituisce un'intermediazione contrattuale. Ciò è dovuto al fatto che una semplice presentazione (grafica) delle informazioni pubbliche relative alle offerte di prezzo di strumenti finanziari gettonati su un DEX può rendere più facile la visualizzazione, la piattaforma informativa è in ultima analisi, ma non conditio sine qua non per la disponibilità di dettagli concreti della transazione e quindi non causale per l'esecuzione e quindi in ultima analisi per l'intermediazione di una transazione concreta, poiché le informazioni dell'offerta su strumenti finanziari gettonati possono essere visualizzate anche direttamente sulla catena di blocco o sul DEX, che può portare direttamente alla conclusione del contratto, compreso l'adempimento.

Come già spiegato in precedenza, l'accettazione e la trasmissione degli 338
ordini comprende il raggruppamento degli investitori, che consente di

⁶²⁹ BaFin, opuscolo sull'intermediazione di investimenti del 17 maggio 2011, modificato da ultimo il 13 luglio 2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html.

concludere transazioni tra di loro.⁶³⁰ Una fusione può avvenire solo se le parti della transazione non si incontrano altrimenti, cioè senza la fusione. A questo proposito, il servizio di mediazione conclusiva deve rappresentare la condizione causale senza la quale la conclusione della transazione non avrebbe avuto luogo. Ciò avverrebbe solo se le offerte di transazione potessero essere visualizzate esclusivamente attraverso un'interfaccia software ad un DEX (basato su una catena di blocchi), ma non attraverso la catena di blocchi stessa, anche se alla fine venissero eseguite su di essa. Se, tuttavia, le offerte su strumenti finanziari gettonati sono comunque visibili sulla catena di blocco, indipendentemente da tale piattaforma, e se gli investitori possono incontrarsi direttamente e concludere una transazione anche senza tale piattaforma, quest'ultima non è una condizione sine qua non per riunire possibili partner commerciali e consentire la conclusione di una transazione, compresa l'esecuzione della transazione. Di conseguenza, esisterebbe una piattaforma informativa pura e semplice, che renderebbe accessibili determinate informazioni sugli strumenti finanziari gettonati in una catena a blocchi, che non richiederebbe un'autorizzazione ai sensi dell'art. 15 in combinato disposto con l'allegato 2 sezione A cpv. 1 riga 1 della legge sulle banche, tanto più che il semplice rispecchiamento di informazioni o la presentazione di informazioni pubblicamente e generalmente accessibili e disponibili non costituisce comunque un'intermediazione di transazioni.

2.5.2 Gestione del portafoglio, consulenza in materia di investimenti e analisi finanziaria

⁶³⁰ *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2a edizione 2018, § 1 Rz 16 con riferimento al considerando 20 della MiFID I.

Gestendo un'interfaccia con un DEX, si possono realizzare potenzialmente ulteriori attività rilevanti ai sensi della legge sui mercati finanziari. Si pone quindi la questione se la gestione (individuale) del portafoglio, la consulenza in materia di investimenti o i servizi accessori come l'analisi finanziaria e dei titoli o altre forme di raccomandazioni generali relative agli strumenti finanziari (gettonati), che servono a sostenere la clientela, possano essere realizzati attraverso questi strumenti. 339

La gestione di portafogli è *la gestione di portafogli su base individuale con poteri discrezionali su mandato del cliente, a condizione che tali portafogli contengano uno o più strumenti finanziari*.⁶³¹ Per gestione si intende il continuo investimento e il monitoraggio delle attività. Questo suggerisce una certa permanenza sulla linea del tempo. La gestione degli investimenti su base individuale separa la gestione del portafoglio dalla gestione collettiva o dalla gestione patrimoniale (fondi). Un'ulteriore caratteristica della gestione del portafoglio è che la procura del cliente stabilisce necessariamente anche la discrezionalità nella gestione del patrimonio, tracciando così la linea di demarcazione all'esecuzione non discrezionale degli ordini per conto dei clienti. A⁶³² questo proposito va osservato che le singole istruzioni o linee guida d'investimento non sono pregiudizievoli per la gestione del portafoglio.⁶³³ 340

341

⁶³¹ Articolo 4, paragrafo 1, comma 2, della LCA.

⁶³² Allegato 2 Sezione A comma 1 n. 2 della legge sulle banche.

⁶³³ *Seggermann a Brandl/Saria*, 2a edizione, 2018, § 1 Rz 26 mwN.

Se una piattaforma software si limita a creare un accesso tecnicamente elaborato a una rete decentrata già pubblica, ciò non comprende la gestione (individuale) di portafogli secondo l'allegato 2 sezione A capoverso 1 cifra 4 della legge sulle banche.

342 La consulenza in materia di investimenti costituisce *"la fornitura di raccomandazioni personali a un cliente, su sua richiesta o su iniziativa di una società di gestione patrimoniale, relative a una o più operazioni su strumenti finanziari"*.⁶³⁴

343 La consulenza in materia di investimenti si suddivide nei due rami d'azione della consulenza su specifici strumenti finanziari e della strutturazione del patrimonio attraverso la consulenza relativa ad un portafoglio specifico. La consulenza in materia di investimenti copre quindi tutte le informazioni e le valutazioni nonché le aspettative relative agli strumenti finanziari, ma anche la consulenza su specifiche operazioni di negoziazione per promuovere un portafoglio. Per la consulenza in materia di investimenti è necessaria una raccomandazione personalizzata e personalizzata. Le informazioni generali sugli strumenti finanziari o le aspettative generali del mercato non sono generalmente qualificabili come consulenza in materia di investimenti, in quanto la situazione personale di un investitore deve sempre essere presa in considerazione quando si fornisce una consulenza in materia di investimenti. A questo proposito, la consulenza in materia di investimenti si riferisce a determinati strumenti finanziari o a determinate operazioni di negoziazione, che devono essere adattati in modo adeguato alla rispettiva situazione di un cliente, per cui la consulenza in materia di in-

⁶³⁴ Articolo 4, paragrafo 1, comma 3, della LCA.

vestimenti indica un'individualizzazione. In caso contrario, può esistere una raccomandazione di investimento, che rappresenta un servizio accessorio.⁶³⁵

Per quanto riguarda un'interfaccia su un DEX, a seconda del design 344
specifico, la consulenza in materia di investimenti fallisce regolarmente
a causa dell'individualizzazione, poiché sui vari tipi di strumenti finanziari
gettonati vengono visualizzate solo informazioni generali accessibili
al pubblico, il che esclude l'applicabilità dell'Allegato 2 Sezione A
comma 1 punto 5 della legge bancaria.⁶³⁶

Oltre a queste osservazioni sulla consulenza in materia di investimenti, 345
occorre esaminare più in dettaglio il servizio accessorio della raccomandazione
di investimento riguardante le operazioni con strumenti finanziari
o titoli e l'analisi finanziaria ai sensi dell'allegato 2 sezione B n. 5
della legge bancaria.⁶³⁷

In Austria, la definizione di raccomandazioni di investimento è stata 346
integrata dai termini "produzione", "diffusione" o "trasmissione". Tuttavia,
si tratta di una mera specificazione linguistica del contenuto del

⁶³⁵ *Seggermann* in *Brandl/Saria*, 2a edizione, 2018, § 1 Rz 28 ss.

⁶³⁶ Secondo il considerando 79 della direttiva 2006/73/CE (MiFID-DRL), la consulenza in materia di strumenti finanziari fornita su giornali, riviste, periodici o altri media che raggiungono un vasto pubblico, come Internet, televisione o radio, non è considerata una raccomandazione personalizzata come richiesto dalla consulenza in materia di investimenti, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2006/73/oj>.

⁶³⁷ Articolo 3, paragrafo 1, lettera b), punto 1, della VVG.

principio per chiarire che esso impedisce che qualsiasi forma di comunicazione relativa agli strumenti finanziari costituisca una raccomandazione di investimento nel senso di un servizio accessorio.⁶³⁸

347 La preparazione di una raccomandazione di investimento significa che è stata elaborata o modificata in modo significativo. La diffusione si riferisce alla fornitura, prevista o effettiva, di una raccomandazione di investimento a un certo numero di persone al di sotto della definizione pubblica. L'ultimo dei tre criteri, la diffusione, si riferisce alla comunicazione di qualsiasi tipo attraverso la quale le informazioni di terzi sono rese disponibili a terzi.⁶³⁹

348 Anche in questo caso, tutti e tre i criteri dovranno essere esclusi per un'interfaccia con un DEX, su cui si possono negoziare strumenti finanziari gettonati, a seconda del progetto concreto. La creazione è da negare, poiché un'offerta è già elencata nel DEX stesso e un'immagine di questa informazione di offerta non può costituire di per sé la creazione di una raccomandazione di investimento senza ulteriori modifiche di contenuto o una raccomandazione concreta. Se non è disponibile alcuna raccomandazione di investimento, essa non può essere distribuita o trasmessa, anche se ciò è impossibile in ogni caso con informazioni che sono di per sé pubbliche. A questo proposito, sarà regolarmente esclusa anche una raccomandazione d'investimento ai sensi dell'allegato 2 sezione B n. 5 della legge bancaria.

2.5.3 Conclusione Frontend e Backend di un DEX, Market Making e SI

⁶³⁸ *Seggermann in Brandl/Saria, WAG, 2a edizione § 1 Rz 49.*

⁶³⁹ *Seggermann in Brandl/Saria, WAG, 2a edizione § 1 Rz 49.*

Un DEX è una piattaforma di negoziazione decentralizzata su cui vengono piazzati, conclusi ed eseguiti ordini relativi a strumenti finanziari gettonati sulla catena di blocco. Il portafoglio ordini, compresa la custodia, il matching e il regolamento vengono regolarmente eseguiti in catena - di solito in modo completamente automatizzato tramite Smart Contracts. 349

Su questa base, un DEX è un sistema per la negoziazione di strumenti finanziari e fornisce un insieme concreto di regole secondo le quali gli strumenti finanziari gettonati possono essere negoziati. Tuttavia, un DEX non deve essere classificato come una piattaforma di trading organizzata come un MTF o OTF, in quanto la natura decentralizzata di tale piattaforma di trading significa che non esiste un'entità giuridica in grado di regolamentare, cioè un operatore. Inoltre, spesso vi è solo un commercio bilaterale e non multilaterale su un DEX; l'intermediario, altrimenti privo di rischio, viene sostituito da un'entità tecnologica. Di conseguenza, un DEX non deve essere considerato come una sede di negoziazione soggetta ad autorizzazione. 350

Mentre un DEX rappresenta tecnicamente il backend, esistono anche interfacce software o interfacce che rappresentano un frontend ad un DEX e consentono l'accesso alle informazioni da esso provenienti. Tipicamente, una tale interfaccia permette all'utente di visualizzare le informazioni disponibili al pubblico sui token e gli ordini su un DEX in forma grafica. Queste interfacce sono spesso indicate anche come bacheche o bacheche e rappresentano un sistema informativo, che può costituire un servizio tecnico non regolamentato, anche se i gettoni rappresentativi di strumenti finanziari sono negoziati sul DEX. È 351

essenziale che la conclusione e l'adempimento del contratto avvenga direttamente sul DEX e non sull'interfaccia.⁶⁴⁰

352 Tuttavia, si pone in particolare la questione se il gestore di tale interfaccia effettua un'intermediazione commerciale in relazione a strumenti finanziari gettonati. Se, tuttavia, una piattaforma informativa è progettata in modo tale che venga effettuata solo un'elaborazione grafica delle informazioni accessibili al pubblico relative ai gettoni e agli ordini tramite gettoni⁶⁴¹ rappresentativi di strumenti finanziari, tale front-end non è una conditio sine qua non per rendere disponibili i dettagli concreti delle transazioni; sulla base delle informazioni accessibili al pubblico, una conclusione è possibile anche senza tale sistema informativo e non vengono mediate transazioni concrete.

2.5.4 TVTG e DEX

⁶⁴⁰ Se un'interfaccia software consente la visualizzazione e la comunicazione di offerte di transazioni solo tramite specifici token su una catena a blocchi, non viene eseguita alcuna attività che richiede una licenza ai sensi del diritto del Liechtenstein; ciò non vale nemmeno se nuovi ordini di acquisto o di vendita possono essere immessi direttamente sulla catena a blocchi tramite tale interfaccia - a condizione che il gestore di tale piattaforma informativa non sia coinvolto nel matching, nella compensazione e nella liquidazione degli interessi di acquisto o di vendita corrispondenti. Il funzionamento di un sistema che non è concepito per riunire gli interessi degli utenti secondo regole specifiche e predefinite, ma è concepito semplicemente come un fornitore di informazioni tecniche e di servizi per le persone interessate alla negoziazione di strumenti finanziari - vale a dire come una pura interfaccia informativa - e l'interfaccia consente quindi solo la denominazione delle persone interessate all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari, non è regolamentato dalla legge sui mercati finanziari.

⁶⁴¹ Di solito, gli operatori di interfaccia offrono anche la possibilità per un utente di creare nuovi ordini direttamente sul DEX.

Nella Gazzetta ufficiale federale di bilancio (BuA) del 2019/54 sulla TVTG si parla di scambi decentralizzati (DEX) in relazione alle modifiche della DDA.⁶⁴² Il relativo art. 2 cpv. 1 lit. zquater SPG nella versione del 2019/54 e lit. zter nella versione del 2019/93 riguarda i gestori di piattaforme di negoziazione di valute e gettoni virtuali ai sensi della TVTG. Non copre esplicitamente gli operatori di interfacce che facilitano l'uso di un DEX per i profani tecnici visualizzando le informazioni su determinati token e le offerte relative a tali token in modo grafico su un sito web (bacheche). Non vi è alcun dubbio che questa disposizione della DDA è destinata a essere una disposizione di carattere generale. Le conseguenze legali nella pratica rimangono da vedere, ma questa disposizione sembra rappresentare una legge morta anche prima dell'entrata in vigore della TVTG. 353

Questo perché non è ancora chiaro quali fatti debbano essere trattati in ultima analisi. Lo scambio di monete a corso legale contro gettoni, così come i gettoni contro altri gettoni, è già coperto dal fornitore di servizi di scambio di TVT ai sensi dell'art. 2 cpv. 1 lett. r TVTG.⁶⁴³ Il Bollettino non deve essere esplicitamente coperto dalla disposizione dell'art. 2 comma 1 lit zquater SPG come modificato dal BuA 2019/54 o lit zter come modificato dal BuA 2019/93, ma può essere coperto dal ruolo di fornitore di servizi a prezzi di TVTG ai sensi dell'art. 2 comma 1 lit t TVTG come modificato dal BuA 2019/54 o dell'art. 2 comma 1 lit s TVTG come modificato dal BuA 2019/93. 354

⁶⁴² BuA 2019/54, pag. 305.

⁶⁴³ IdF BuA 2019/54.

355 Il fornitore di servizi di tariffazione VT pubblica informazioni aggiornate sui prezzi aggregati dei gettoni. Il governo si riferisce a un operatore di piattaforma la cui piattaforma funziona come una bacheca, e afferma che a volte deve utilizzare fornitori di servizi di prezzo VT o fornitori di servizi di scambio VT.⁶⁴⁴ I fornitori di servizi a prezzi VT sono quindi in parte paragonabili ai servizi di fornitura di dati ai sensi della MiFID II e del MiFIR.⁶⁴⁵ Tuttavia, una bacheca o una bacheca che accede a un DEX non deve necessariamente essere registrata come fornitore di servizi a prezzi VT. Una tale bacheca o bacheca fornisce agli utenti dei sistemi di TV, sulla base di offerte di acquisto e vendita o di *transazioni concluse*, informazioni aggregate sui prezzi, ovvero il prezzo medio di vendita o di acquisto delle *"transazioni concluse su un sistema di TV per quanto riguarda i gettoni"*⁶⁴⁶.

356 Tuttavia, una bacheca riflette principalmente le informazioni della catena di blocco relative a gettoni specifici e ordini specifici e non contiene informazioni aggregate sui prezzi nel senso dei prezzi medi delle transazioni concluse su un sistema VT. Se vengono visualizzate solo informazioni su offerte specifiche di un DEX, non viene fornito alcun prezzo medio e quindi non vengono fornite informazioni aggregate sui prezzi. Va da sé che un operatore di una bacheca è libero di offrire anche tali servizi e dovrebbe quindi registrare un tale servizio presso la FMA come fornitore di servizi a prezzi VT.⁶⁴⁷

⁶⁴⁴ BuA 2019/54, pag. 162.

⁶⁴⁵ Vedi capitolo II.2.5.6.

⁶⁴⁶ BuA 2019/54, pag. 162.

⁶⁴⁷ Art. 2 cpv. 1 lit k e lit t in relazione all'art. 11 cpv. 1 e art. 12 cpv. 1 in relazione all'art. 23 TVTG nella versione modificata dalla BuA 2019/54.

Tornando ai gestori di una piattaforma di trading per valute o gettoni virtuali ai sensi dell'art. 2 comma 1 lit. zquater SPG come modificato dal SPG 2019/54 o lit. zter come modificato dal SPG 2019/93, va notato che anche se questo gestore non modifica i gettoni rispetto al proprio libro, ma li procura da terzi, ad esempio per ordine, tale situazione⁶⁴⁸ viene registrata dal custode del gettone VT o dal custode della chiave VT, poiché un tale attore tratterà necessariamente il gettone o la chiave VT per⁶⁴⁹ almeno un secondo legale al momento dell'esecuzione della transazione corrispondente. Tuttavia, sono proprio questi settori di attività che, secondo il rapporto e la proposta, dovrebbero essere coperti dall'art. 2 cpv. 1 lit. zquater DDA, nella versione modificata dalla DDA 2019/54 e lit. zter, nella versione modificata dalla DDA 2019/93. Ciò sembra ridondante, in quanto i fornitori di servizi di TVT soggetti a registrazione, che coprono esattamente i modelli commerciali sopra descritti, sono soggetti all'obbligo di diligenza ai sensi dell'art. 2 cpv. 1 lett. l e da n a r TVTG nella versione modificata dal Foglio federale 2019/54 o da lit k e m a q TVTG nella versione modificata dal Foglio federale 2019/93.⁶⁵⁰ Quale altra attività possa essere intesa non è chiaro nemmeno alla luce del giorno, in quanto si afferma anche che l'attività di un operatore di una piattaforma di trading per valute o gettoni virtuali

⁶⁴⁸ Art. 2 cpv. 1 lett. n e o TVTG nella versione modificata dalla LBU 2019/54.

⁶⁴⁹ Cfr. i commenti sugli scambi criptoelettronici sotto il fornitore di servizi di scambio VT nel BuA 2019/54, pag. 158 e segg., in particolare pag. 160 ultimo paragrafo.

⁶⁵⁰ In altre parole, i detentori di gettoni di presenza, i detentori di chiavi di presenza e i fornitori di servizi di scambio di mezzi di trasporto (cfr. art. 3 cpv. 1 lett. r DDA nella versione del 2019/93).

deve andare oltre una mera attività di intermediazione senza alcun coinvolgimento nei flussi di pagamento.⁶⁵¹

2.5.5 Conclusion Bulletin Board e DEX come fornitore di servizi a prezzi VT?

358 Il governo afferma nel BuA 2019/54 a pagina 160 che gli operatori di interfacce o sistemi informativi che accedono a un DEX e presentano informazioni su gettoni o ordini elencati su di esso in forma elaborata forniscono informazioni aggregate sui prezzi. Anche se questo può essere il caso, non è obbligatorio. Un operatore di tale bacheca, che ottiene e riflette informazioni pubbliche da un DEX, fornisce informazioni dalla catena di blocco relative a gettoni specifici e ordini specifici che possono essere conclusi bilateralmente. Questa procedura non costituisce la fornitura di informazioni aggregate sui prezzi nel senso di prezzi medi delle transazioni concluse su un sistema di TV, ma riflette i prezzi concreti di offerte concrete di vendita o di acquisto. Tuttavia, se non vengono elaborate graficamente su un DEX solo informazioni (prezzi) su determinate offerte, ma vengono effettivamente visualizzati i prezzi medi, può essere disponibile un fornitore di servizi VT, che deve essere registrato presso la FMA.

359 Il GSP come modificato dal BuA 2019/54 copre gli operatori di piattaforme di trading di valute o gettoni virtuali in conformità con la TVTG in quanto persone soggette a due diligence. Anche se questo è solo da

⁶⁵¹ Neanche le affermazioni del BuA 2019/54 S 304, relative all'attribuzione di un contratto Smart all'operatore della piattaforma di trading, sono convincenti, poiché questo non crea regolarmente alcun controllo tecnico o influenza sull'elaborazione delle transazioni, in quanto un contratto Smart rappresenta una struttura autonoma in una catena di blocchi decentralizzata, che può essere controllata da chiunque.

vedere come un mero "catch-all", non è ancora chiaro quali ruoli debbano essere compresi in questo. Devono essere coperte le persone che gestiscono piattaforme di trading attraverso le quali è possibile scambiare valute virtuali con valuta a corso legale, altre valute virtuali o gettoni. L'attività di scambio rispetto al proprio libro è già coperta dall'attività di un fornitore di servizi di scambio VT. Se i gettoni vengono acquistati o venduti nell'ambito di un contratto di procura, il governo stesso dichiara che si presume legalmente che i gettoni o le chiavi private siano detenute o gestite dal contraente per almeno un secondo legale,⁶⁵² motivo per cui questa attività è coperta dal depositario dei gettoni VT o dal depositario delle chiavi VT. Di conseguenza, sembra esserci poco spazio per l'operatore di piattaforme di trading di valute virtuali o gettoni. La terminologia "piattaforma di trading" suggerirebbe transazioni concepite a livello multilaterale, ma la legge stabilisce che l'attività deve andare *"al di là di una mera attività di intermediazione senza coinvolgimento nei flussi di pagamento"*. Se,⁶⁵³ tuttavia, si verifica un match di trading principale, il gestore di tale piattaforma agisce da un lato contro il proprio book e dall'altro esegue gli ordini dei clienti. Anche in questo caso si garantisce che solo un fornitore di servizi di TV via cavo possa effettuare tali transazioni. A questo proposito, il significato pratico di questa disposizione nella DDA appare gestibile.

2.5.6 Servizi di fornitura dati e bacheche

360

⁶⁵² BuA 2019/54, pag. 160.

⁶⁵³ Art. 2 cpv. 1 lit. z quater GSP, come modificato dalla BuA 2019/54.

Oltre alle imprese di investimento e ai mercati regolamentati, la MiFID II prevede anche servizi di fornitura di dati⁶⁵⁴ da attribuire al segmento di reporting (data reporting service provider).⁶⁵⁵ Ai sensi della MiFID II esistono sistemi di pubblicazione approvati⁶⁵⁶, fornitori di data ticker consolidati⁶⁵⁷ e meccanismi di reporting approvati.⁶⁵⁸ Questi servizi di fornitura di dati si differenziano fundamentalmente tra Transaction Reporting e Trade Reporting. Nella segnalazione delle transazioni, le informazioni sulle transazioni con strumenti finanziari sono trasmesse all'autorità nazionale di vigilanza per consentire il monitoraggio del mercato e per individuare tempestivamente eventuali irregolarità o operazioni cospicue.⁶⁵⁹ Il Trade Reporting, invece, pubblica informazioni sulle transazioni in titoli e le mette quindi a disposizione degli altri partecipanti al mercato.⁶⁶⁰ Ciò ha lo scopo di contrastare una distribuzione asimmetrica delle informazioni e di permettere anche di trovare la migliore sede di negoziazione per l'esecuzione degli ordini.

⁶⁵⁴ I costi per l'autorizzazione di un servizio di fornitura di dati presso la FMA ammontano a CHF 30'000.00 (allegato 1 sezione A n. 1 lit. q della FMA). La tassa annuale di vigilanza ammonta ad almeno CHF 20'000.00 e al massimo a CHF 150'000.00 (allegato 2, titolo I, sezione I della FMA).

⁶⁵⁵ Art. 4 cpv. 1 n. 63 MiFID II; art. 3a cpv. 1 Z 46 a 49 Legge sulle banche.

⁶⁵⁶ Accordo di pubblicazione approvato per l'APA; Art. 4 Abs 1 Nr 52 MiFID II.

⁶⁵⁷ Consolidated tape provider o CTP; articolo 4, paragrafo 1, n. 53 della MiFID II. Se si confronta la versione inglese con la versione tedesca della MiFID II, si nota un errore di traduzione nella disposizione citata. Gli APA (sistemi di pubblicazione approvati) sono stati qui erroneamente tradotti come "APS".

⁶⁵⁸ Meccanismo di segnalazione approvato o ARM; Art 4 Abs 1 Nr 54 MiFID II.

⁶⁵⁹ Segnalazione dei dettagli delle operazioni alle autorità competenti (aspetto della segnalazione).

⁶⁶⁰ Pubblicazione di informazioni commerciali (aspetto pubblicitario).

La procedura di autorizzazione è la stessa per tutti i servizi di fornitura di dati.⁶⁶¹ L'APA è obbligatoria per le imprese di investimento e gli internalizzatori sistematici che eseguono operazioni su strumenti finanziari negoziati in sedi di negoziazione per conto proprio o per conto dei clienti. Ai sensi degli articoli 20 e 21 del MiFIR, è obbligatorio pubblicare il volume, il prezzo e il momento della conclusione delle operazioni su determinati strumenti finanziari nell'ambito della trasparenza delle negoziazioni. Un fornitore di software che offre un'interfaccia per un DEX su cui vengono scambiati anche i gettoni di sicurezza, pubblica informazioni di trading relative a strumenti finanziari, ma non da banche, società di investimento o società di gestione patrimoniale, a condizione che le informazioni siano elaborate e visualizzate dalla catena di blocco. Al massimo, questo sarebbe concepibile se un internalizzatore sistematico apparisse su un DEX. In tal caso, tuttavia, l'internalizzatore dovrebbe assicurarsi di avere un collegamento con un APP approvato. 361

Per questo motivo, anche l'operatore di un'interfaccia a un DEX non⁶⁶² 362 è un CTP, in quanto tali dati vengono consolidati in un flusso di dati in tempo reale, attraverso il quale è possibile recuperare i volumi di dati relativi ai prezzi e alle negoziazioni di uno strumento finanziario. Tuttavia, le informazioni di negoziazione si riferiscono esclusivamente ai dati relativi a specifici strumenti finanziari sui mercati regolamentati, sui sistemi multilaterali di negoziazione, sui sistemi organizzati di negoziazione e sui sistemi di pubblicazione approvati.⁶⁶³ Una borsa de-

⁶⁶¹ Art. 59 e segg. MiFID II.

⁶⁶² Vedere il capitolo II.2.5 bacheche o una bacheca basata su software.

⁶⁶³ Nell'art. 4, par. 1, n. 53 della MiFID II tradotto erroneamente con "SPG".

centralizzata, sulla quale vengono talvolta negoziati gettoni rappresentativi di strumenti finanziari, non costituisce un tale luogo di negoziazione o servizio di fornitura di dati, motivo per cui la disposizione sul CTP non è rilevante anche per una tale bacheca o piattaforma informativa che accede a un DEX basato su una catena a blocchi.

- 363 Un tale fornitore di servizi di interfaccia con un DEX non è tenuto a riferire all'autorità nazionale di vigilanza o all'AESFEM e pertanto non può costituire un ARM.

2.6 Considerazioni sul prospetto

- 364 Il Liechtenstein Securities Prospectus Act (WPPG) ha recepito⁶⁶⁴ nel diritto nazionale entro il 21.07.2019 la direttiva sui prospetti⁶⁶⁵ relativa alla redazione di un prospetto per l'offerta al pubblico di titoli⁶⁶⁶ o per la loro ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato.⁶⁶⁷ Dal 21.07.2019, l'Ordinanza sul Prospetto è⁶⁶⁸ direttamente applicabile anche nel SEE e quindi per il Liechtenstein nella sua interezza e sostituisce la Direttiva sul Prospetto.⁶⁶⁹ L'attuazione ha avuto luogo nell'ambito

⁶⁶⁴ LGBl 2007.196; erroneamente e probabilmente sulla base di un errore editoriale, l'art. 1a cpv. 2 lett. b BankV fa ancora riferimento alla WPPG invece che al regolamento sul prospetto 2017/1129 e alla WPPDG del SEE.

⁶⁶⁵ Direttiva 2003/71/UE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2003/71/oj>.

⁶⁶⁶ Il termine "titoli" si riferisce in particolare ai valori mobiliari e quindi agli strumenti finanziari ai sensi dell'allegato 2 sezione C della legge sulle banche; cfr. art. 3 cpv. 1 lett. a LPPG, LGBl 2007.196.

⁶⁶⁷ Articolo 2, paragrafo 1, WPPG, LGBl 2007.196.

⁶⁶⁸ Regolamento 2017/1129, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj>.

⁶⁶⁹ Decisione del Comitato misto SEE/decisione del Comitato misto SEE (JCD) 84/2019 del 29.03.2019; cfr. BuA 2019/36, pag. 6; si vedano anche i due regolamenti delegati sul regolamento sul prospetto UE/2019/979, ELI:

della legge di attuazione del Prospetto Informativo sui Titoli (EEA Securities Prospectus Implementing Act).⁶⁷⁰ Oltre a facilitare la redazione dei prospetti, il regolamento si concentra principalmente sulle eccezioni alla redazione di un prospetto. Le emissioni con un equivalente totale inferiore a 1 milione di euro in un periodo di dodici mesi non possono richiedere un prospetto in nessuno Stato dell'UE o dello SEE. Il Liechtenstein si avvale della possibilità - offerta dal regolamento - e fissa la soglia nazionale al di sotto della quale non è richiesto alcun prospetto per un periodo di 12 mesi a 8 milioni di euro.⁶⁷¹

2.6.1 Definizione di titoli e offerta al pubblico

Ai sensi dell'art. 1 cpv. 1 in combinato disposto con l'art. 3 cpv. 1 del regolamento sul prospetto, deve essere redatto un prospetto per l'offerta al pubblico di valori mobiliari e la loro ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato nell'UE o nel SEE. Ai sensi dell'art. 2 lett. a del regolamento del prospetto, i valori mobiliari in questo senso sono valori mobiliari ai sensi dell'art. 4 cpv. 1 n. 44 della MiFID II.⁶⁷² Il

365

http://data.europa.eu/eli/reg_del/2019/980/oj e [EU/2019/980](http://data.europa.eu/eli/reg/2019/980), ELI:
<http://data.europa.eu/eli/reg/2019/979/oj>.

⁶⁷⁰ SEE SPA, LGBI 2019.159.

⁶⁷¹ BUA 2019/36, pag. 8; articolo 3, lettera b), SEE SPA.

⁶⁷² Ad eccezione degli strumenti di pagamento o degli strumenti del mercato monetario ai sensi dell'articolo 4, comma 1, n. 17 della MiFID II con scadenza inferiore a 12 mesi. Si vedano gli strumenti finanziari di cui all'Allegato 2 Sezione C n. 1 della BankG.

Liechtenstein EEA SESTA e il regolamento sul prospetto, nonché il precedente CMM austriaco⁶⁷³ e il CMM 2019,⁶⁷⁴ non contemplano gli inviti a presentare offerte (*invitatio ad offerendum*).⁶⁷⁵

366 Per motivi di tutela degli investitori, il concetto di sicurezza deve essere interpretato in senso lato.⁶⁷⁶ È essenziale che questi siano negoziabili e quindi fungibili "certificati"⁶⁷⁷, che vengono emessi "in grandi quantità e

⁶⁷³ § 1 comma 1 n. 1 KMG BGBl. n. 625/1991 nella versione del 02.01.2018.

⁶⁷⁴ Gazzetta ufficiale federale I n. 62/2019; articolo 1, comma 1, n. 1, della legge austriaca sui mercati dei capitali del 2019.

⁶⁷⁵ Cfr. *Zivny*, KMG, *Kurzkomentar*, 2a edizione, § 1 Rz 8 mwN, secondo cui l'invito a fare un'offerta e le notifiche di conoscenza, in cui l'intenzione di vendere è immanente, possono anche essere coperti dal concetto di offerta pubblica, ma questo è da escludere con riferimento all'espressione legale "invito a sottoscrivere", le condizioni concrete di sottoscrizione sono anche richieste per la sottoscrizione. L'esistenza di un'intenzione concreta di vendere come criterio sufficiente per un'offerta pubblica è stata valutata criticamente e respinta nella dottrina austriaca prevalente. Un potenziale investitore deve ricevere almeno l'essentialia negotii in una notifica relativa a un titolo trasferibile. Ciò è anche in linea con la formulazione della legge, poiché senza il necessario contenuto contrattuale non è possibile sottoscrivere e di conseguenza non è possibile emettere un invito a sottoscrivere valori mobiliari - cfr. a questo proposito *Zivny*, KMG, *Kurzkomentar*, 2a edizione, § 1 Rz 6 f mwN.

⁶⁷⁶ *Zivny*, KMG, *Kurzkomentar*, 1a edizione, § 1 Rz 40; *Zivny*, KMG, *Kurzkomentar*, 2a edizione, § 1 Rz 62 mwN, Rz 65.

⁶⁷⁷ Anche senza cartolarizzazione, può esistere un titolo o un diritto di iscrizione in bilancio ai sensi dei valori mobiliari. Ciò è già evidente dal fatto che un prospetto sui valori mobiliari deve essere redatto e approvato dall'autorità di vigilanza competente anche per l'ammissione di valori mobiliari in un mercato regolamentato. L'art. 3 cpv. 1 CSDR prevede infatti che i titoli ammessi alla negoziazione nelle sedi di negoziazione - al più tardi a partire dal 2023 o dal 2025 - siano registrati mediante registrazioni contabili nel conto titoli. L'uso del termine "atto" appare quindi impreciso. Per la dematerializzazione vedi *Zivny*, KMG, *Kurzkomentar*, 2a edizione, § 1 Rz 69 mwN.

con lo stesso contenuto", in⁶⁷⁸ modo che gli investitori acquisiscano diritti identici senza alcuna individualizzazione.⁶⁷⁹

Il termine "titoli" nel Regolamento del Prospetto Informativo si basa 367 pertanto sui tre criteri di standardizzazione, trasferibilità e negoziabilità.⁶⁸⁰ In particolare, le azioni nominative a trasferibilità limitata non sono pertanto da classificare come valori mobiliari e quindi come strumenti finanziari. Questo non è necessariamente il caso degli accordi di lock-up.⁶⁸¹

Un'offerta pubblica è caratterizzata da una comunicazione ad un 368 gruppo non definito di persone⁶⁸² - cioè il pubblico. Tale comunicazione può essere effettuata in qualsiasi modo e in qualsiasi forma, a condizione che siano disponibili informazioni sufficienti sui termini e le condizioni dell'emissione e sugli strumenti finanziari da emettere per consentire a un potenziale investitore di valutare con cognizione di causa se i valori mobiliari in questione debbano essere acquistati o sottoscritti (decisione di investimento); ciò vale anche per il collocamento di valori mobiliari tramite un intermediario finanziario.⁶⁸³ Non ci sono requisiti particolari per quanto riguarda il concetto di pubblico. Pertanto, secondo BaFin, anche un'offerta rivolta solo ad un determinato gruppo di

⁶⁷⁸ Zivny, KMG, breve commento, 2a edizione, § 1 Rz 61.

⁶⁷⁹ Zivny, KMG, breve commento, 2a edizione, § 1 Rz 61.

⁶⁸⁰ Vedi capitolo II.2.3.1.

⁶⁸¹ Zivny, KMG, Kurzkomentar, 2. Auflage, § 1 Rz 70 mwN; ESMA/2015/1874, Q&A, Prospetti 23a versione aggiornata - 15 dicembre 2015, domanda 67, S 51 f.

⁶⁸² Zivny, KMG, Kurzkomentar, 2a edizione, § 1 Rz 18; Comunicazione al pubblico.

⁶⁸³ Art. 2 lit d Regolamento Prospetto.

persone - come i dipendenti o determinati gruppi professionali - equivale, a parere di BaFin, ad un'offerta pubblica⁶⁸⁴. Secondo l'Austria, tuttavia, una notifica (insieme a informazioni sufficienti sulle condizioni di emissione) deve essere indirizzata ad un gruppo di destinatari sostanzialmente illimitato per soddisfare l'elemento pubblico.⁶⁸⁵

- 369 L'elemento costitutivo dell'offerta pubblica è quindi, oltre all'elemento del pubblico o del pubblico in generale, una comunicazione che deve contenere informazioni sufficienti sull'argomento. Il termine "comunicazione" è già per legge da interpretare in modo molto ampio e comprende qualsiasi tipo di comunicazione. Tuttavia, l'offerta pubblica deve sempre basarsi su un concetto di diritto di mercato. Di conseguenza, un'offerta pubblica è da presumere se i potenziali investitori sono indirizzati in modo mirato e se sono informati sui contenuti essenziali del contratto, quali in particolare la parte contraente e l'emittente, il tipo di prodotto finanziario emesso, il termine (se applicabile), il prezzo concreto e le possibilità di sottoscrizione, nonché l'ISIN⁶⁸⁶, se applicabile. Se, in seguito a tale comunicazione, gli investitori sono in grado di sottoscrivere essi stessi i valori mobiliari o di fare un'offerta di sottoscrizione o di impartire un ordine di acquisto, si deve presumere che la comunicazione costituisca un'offerta al pubblico.⁶⁸⁷

⁶⁸⁴ Vedi BaFin, obbligo di pubblicazione del prospetto, 01.11.2013, modificato da ultimo il 05.08.2019, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/Prospektpflicht/prospektpflicht_node.html

⁶⁸⁵ *Zivny*, KMG, breve commento, 2a edizione, § 1 Rz 18.

⁶⁸⁶ Numero di identificazione internazionale dei titoli.

⁶⁸⁷ *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2a edizione, § 1 Rz 7; vedi anche BuA 2007/38, p. 27.

Questa interpretazione dell'offerta al pubblico vale anche per il collocamento (con o senza un fermo impegno a prendere in consegna) di titoli da parte di terzi. L'⁶⁸⁸obbligo di redigere un prospetto informativo sui valori mobiliari si applica a chiunque offra al pubblico valori mobiliari mediante la loro emissione (nostra emissione o emissione propria, ma anche loro emissione o emissione da parte di terzi).⁶⁸⁹ La persona che in ultima analisi chiede l'ammissione di valori mobiliari alla negoziazione su un mercato regolamentato è anche soggetta all'obbligo di redigere un prospetto.⁶⁹⁰ 370

Le informazioni e le registrazioni dei prezzi nei sistemi di negoziazione e di ordinazione, così come le informazioni nei sistemi informativi o l'attività di market maker non contano come una comunicazione nel senso di un'offerta pubblica.⁶⁹¹ 371

Sotto questo aspetto, le interfacce software con un DEX⁶⁹² - a condizione che vengano visualizzate in forma elaborata solo le informazioni relative ai gettoni o agli ordini sulla catena di blocco con riferimento agli 372

⁶⁸⁸ Sono inclusi anche i fornitori in un'offerta secondaria.

⁶⁸⁹ Tuttavia, la sottoscrizione (con impegno irrevocabile) o il collocamento (senza impegno irrevocabile) di strumenti finanziari costituiscono servizi di investimento ai sensi dell'allegato 2 capoverso A comma 1 n. 6 o 7 della legge sulle banche.

⁶⁹⁰ Art. 3 comma 3 Regolamento del Prospetto Informativo; questo non deve necessariamente essere l'emittente allo stesso tempo (es. lead manager). Ciò non include l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari su un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione. Tuttavia, l'ammissione alla negoziazione su un MTF o OTF costituirà regolarmente un'offerta pubblica.

⁶⁹¹ *Zivny*, KMG, breve commento, 2a edizione, § 1 Rz 13.

⁶⁹² Vedi capitolo II.2.5.

strumenti finanziari - sono normalmente considerate un sistema informativo, il che non comporta alcun obbligo di pubblicazione di un prospetto. Una tale interfaccia può quindi, come spiegato, essere progettata, per quanto possibile, senza regolamentazione secondo il diritto del Liechtenstein. Tuttavia, i token di sicurezza, attraverso i quali vengono visualizzate le informazioni nel front-end, devono essere inseriti anche nel back-end, cioè il DEX sulla catena di blocco.

373 Questo dipenderà dall'attività specifica. Con riferimento alla suddetta esecuzione per l'attività di market maker, si precisa che essa non comporta alcun obbligo di pubblicazione del prospetto informativo. Oltre agli strumenti finanziari soggetti a requisiti di negoziazione, i market maker OTC e gli internalizzatori sistematici possono agire su un DEX e concludere transazioni con gettoni che rappresentano strumenti finanziari.⁶⁹³ La comparizione bilaterale e la negoziazione per conto proprio su un DEX - indipendentemente dal fatto che questa attività sia svolta ⁶⁹⁴dai suddetti operatori del mercato finanziario o da società non regolamentate - esclude pertanto l'esistenza di una notifica e, di conseguenza, di un'offerta al pubblico ai sensi del regolamento sul prospetto e, pertanto, non deve essere preparato alcun prospetto di titoli per questa attività.

374 Se invece non vengono effettuate per proprio conto transazioni relative a gettoni che rappresentano strumenti finanziari, ma tali gettoni sono

⁶⁹³ Si veda il capitolo II.2.4, in particolare la nota a margine 287 e il capitolo II.2.5, in particolare la nota a margine 332.

⁶⁹⁴ Per contro, se non vi è un'offerta pubblica nelle attività di un market maker autorizzato, ciò deve valere anche per la negoziazione bilaterale per conto proprio su base non continuativa da parte di imprese non regolamentate.

offerti su un DEX, che è di per sé pubblico⁶⁹⁵, è necessario redigere e approvare un prospetto di titoli,⁶⁹⁶ salvo eccezioni. Questo crea potenzialmente il problema che un'offerta pubblica globale con una cerchia globale di destinatari viene fatta attraverso un DEX, ma che non ci sono corrispondenti regolamenti intergiurisdizionali.⁶⁹⁷ Questo problema non è nuovo, ma esiste dall'avvento di Internet.⁶⁹⁸ Infine, in relazione agli strumenti finanziari gettonati, si deve tenere conto anche del requisito della facilità di comprensione dei prospetti dei titoli.⁶⁹⁹

2.6.2 Esenzioni dall'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo

Un'offerta al pubblico di valori mobiliari non è soggetta all'obbligo di pubblicazione di un prospetto approvato ai sensi dell'art. 3 cpv. 1 del regolamento sul prospetto se tale offerta non è soggetta a notifica ai

375

⁶⁹⁵ Una restrizione dei destinatari potrebbe tuttavia essere attuata tecnicamente direttamente nel token, il che potrebbe successivamente escludere il pubblico o, nella migliore delle ipotesi, la trasferibilità sul mercato dei capitali.

⁶⁹⁶ La FMA approva solo il prospetto e il prospetto non viene approvato o autorizzato, poiché la FMA verifica solo le formalità del prospetto ma non il suo contenuto. La tassa riscossa dalla FMA per l'approvazione di un prospetto ammonta a CHF 5'000.00 (allegato 1, sezione C, n. 3 lett. a della legge sulle FMA)

⁶⁹⁷ Teoricamente, almeno, la partecipazione o la sottoscrizione potrebbe essere tecnologicamente esclusa da alcune giurisdizioni.

⁶⁹⁸ Si vedano i commenti di BaFin, Prospectus requirement - legal position since 21.07.2019, modificato da ultimo il 05.08.2019, Sezione II, Punto 4.

⁶⁹⁹ Art. 37 e 40 del DelVO 2019/980; cfr. opuscolo BaFin Esame della comprensibilità dei prospetti di titoli, WA 51-Wp 7115-2019/0099 e opuscolo BaFin Seconda lettera informativa sul prospetto e sui requisiti di autorizzazione in relazione all'emissione dei cosiddetti crypto token, WA 51-Wp 7100-2019/0011 e IF 1-AZB 1505-2019/0003.

sensi dell'art. 25 del regolamento sul prospetto⁷⁰⁰ se il corrispettivo totale di un'offerta al pubblico nel SEE per un periodo di dodici mesi non supera 8 milioni di euro o l'equivalente in franchi svizzeri.⁷⁰¹ Secondo il considerando 13 del regolamento sul prospetto, tale soglia è variabile in quanto può essere fissata tra 1 milione e 8 milioni di euro nei singoli Stati membri dell'UE o del SEE. Al di sotto dell'equivalente totale di 1 milione di euro in 12 mesi nel caso di un'offerta pubblica nell'UE o nel SEE, non è richiesto alcun prospetto.⁷⁰²

376 Ulteriori eccezioni all'obbligo di pubblicazione del prospetto sono previste dall'art. 1, commi da 2 a 5 del regolamento sul prospetto. Le più importanti eccezioni relative alle offerte al pubblico ai sensi dell'Art. 1 comma 4 del Regolamento del Prospetto Informativo sono le seguenti:

- Un'offerta pubblica di valori mobiliari rivolta esclusivamente a investitori qualificati⁷⁰³ (art. 1 cpv. 4 lett. a Regolamento del prospetto)

⁷⁰⁰ È il caso, ad esempio, degli investimenti di diritto tedesco o di quelli di diritto austriaco. In generale, si tratta di titoli la cui offerta al pubblico è soggetta all'obbligo di pubblicazione di informazioni ai sensi della legislazione nazionale, anche se tali titoli non sono valori mobiliari e quindi strumenti finanziari ai sensi della MiFID II, ma sono classificati come prodotti d'investimento solo da un legislatore nazionale.

⁷⁰¹ Il limite di 8 milioni di euro in 12 mesi si applica solo al Liechtenstein, e in altre giurisdizioni alcuni fogli informativi sui titoli o un prospetto formale possono essere richiesti in 12 mesi a partire da 1 milione di euro.

⁷⁰² Art. 1 comma 3 Regolamento Prospetto.

⁷⁰³ La valutazione della professionalità o meno di un investitore deve essere effettuata dall'emittente in conformità all'allegato 1 dell'AMA (allegato II della MiFID II). In linea di principio, una suddivisione viene fatta in controparti adeguate o investitori istituzionali, investitori professionali e non professionali.

- Un'offerta di titoli rivolta a meno di 150 investitori non qualificati in ogni Stato membro (art. 1 cpv. 4 lett. b del regolamento sul prospetto);
- Un'offerta di titoli con un valore nominale minimo per quota o un investimento minimo di EUR 100.000 (art. 1 comma 4 lett. c e d del regolamento del prospetto)

Va notato che se si invoca una di queste eccezioni, il sistema di passaporto dell'UE non può più essere utilizzato.⁷⁰⁴

2.6.3 Conclusione Giocatori su un requisito DEX e prospetto informativo

L'obbligo di redigere un prospetto sorge in caso di offerta al pubblico di valori mobiliari (nostra o loro emissione) o di ammissione di valori mobiliari alla negoziazione in un mercato regolamentato, a meno che non si applichi un'eccezione, ma non riguarda l'ammissione alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione o in un sistema organizzato di negoziazione. L'offerta al pubblico richiede che l'offerta sia fatta mediante un avviso al pubblico.

377

Ad esempio, le informazioni e le registrazioni dei prezzi nei sistemi di negoziazione e d'ordine, i dati nei sistemi informativi o l'attività di un

378

Gli investitori professionali si dividono in membri professionali nati (istituti finanziari o intermediari finanziari) e membri professionali eletti (investitori non professionali, che possono essere trattati come clienti professionali su richiesta se soddisfano determinati criteri; il cosiddetto opt-in). Gli investitori professionali e anche gli istituti finanziari possono essere trattati come clienti non professionali optando per l'opt-out.

⁷⁰⁴ Si veda il considerando 13 del regolamento sul prospetto.

market maker non sono considerati informazioni che sarebbero necessarie per un'offerta pubblica.

- 379 I sistemi informativi (front-end), che elaborano e riproducono le informazioni di un DEX (back-end) in relazione ai gettoni e agli ordini individuali tramite gettoni, che a volte rappresentano strumenti finanziari, non fanno scattare un obbligo di prospetto a causa della mancanza di un'offerta pubblica di valori mobiliari. Tuttavia, la questione è piuttosto come tali gettoni di sicurezza possano entrare in un DEX e se sia già stata fatta un'offerta pubblica. In tal caso, il problema è che, a meno che ciò non sia tecnicamente impossibile, l'emissione globale avviene tramite il DEX, ma non esistono regolamenti globali sulle offerte pubbliche di strumenti finanziari e di prospetti di titoli.
- 380 In un collocamento di valori mobiliari (sotto forma di gettoni) su un DEX, tuttavia, a condizione che gli essentialia negotii siano comunicati e che non si verificano circostanze eccezionali, si vedrà un'offerta al pubblico e sarà quindi necessario un prospetto informativo.
- 381 Su un DEX su cui vengono scambiati gettoni di sicurezza, i market maker (OTC) e gli internalizzatori sistematici possono in linea di principio agire come attori del mercato finanziario. Come spiegato in precedenza, la loro attività non costituisce un'offerta al pubblico e non comporta quindi l'obbligo di pubblicazione di un prospetto informativo, in quanto garantiscono la liquidità sul mercato dei capitali effettuando in modo continuativo o sistematico e in misura considerevole la negoziazione per conto proprio di strumenti finanziari. Tuttavia, tale negoziazione bilaterale contro il proprio portafoglio o a proprio nome e per proprio conto non costituisce una comunicazione al pubblico dei ter-

mini e delle condizioni delle offerte di strumenti finanziari. Devono essere presi in considerazione gli obblighi di negoziazione applicabili alle imprese di investimento per quanto riguarda i titoli di partecipazione e determinati derivati ai sensi degli art. 23 e 28 MiFIR.

2.7 Scuderie e moneta elettronica

Il termine stablecoin non è una definizione legale, ma gli stablecoin 382 sono caratterizzati dal fatto che sono legati ad attività diverse ("asset-backed"; "currency-pegged") e sono in gran parte rimossi dalla volatilità da questi valori depositati. È proprio collegando tali monete o gettoni alle monete legali che a volte svolgono una funzione di rappresentanza del contante. In questo contesto si pone sempre la questione se le monete stabili costituiscano moneta elettronica.⁷⁰⁵

Oltre alla moneta elettronica, gli stablecoin possono anche essere deri- 383 vati (merce), a seconda della loro forma specifica. Un esempio plausibile sarebbe un gettone basato sul prezzo dell'oro. In questo caso, come è consuetudine per i contratti derivati, il momento della conclusione del contratto rilevante ai fini del prezzo e il momento dell'adempimento o del realizzo del contratto rilevante ai fini del valore sarebbe diverso e il valore sarebbe derivato dall'attività sottostante (prezzo dell'oro).⁷⁰⁶

Sarebbe anche ipotizzabile che un credito reale nel senso della richiesta 384 di restituzione sia rappresentato in un gettone come una fuoriuscita del

⁷⁰⁵ Vedi capitolo II.2.2.2.

⁷⁰⁶ Si vedano i commenti del Capitolo II.2.3.3 sulle operazioni in strumenti derivati; si veda anche, per quanto riguarda la simbolizzazione del diritto di proprietà dei beni, il Titolo I. Capitolo I.1.2, che non costituisce uno strumento finanziario.

pieno titolo equivalente a un documento di merci civili o commerciali.⁷⁰⁷ Per rimanere nell'esempio dell'oro, la richiesta (in rem) di restituzione di un determinato pezzo d'oro (nel senso di un debito speciale) potrebbe essere simboleggiata. Un tale gettone non verrebbe registrato come strumento finanziario ai sensi del diritto di vigilanza del Liechtenstein.⁷⁰⁸

385 Infine, tornando all'e-money, va sottolineato che per il riscatto della moneta elettronica si possono applicare solo oneri molto limitati.⁷⁰⁹ In linea di principio, su richiesta del cliente e del detentore di moneta elettronica, l'importo corrispondente della moneta elettronica in suo possesso deve essere riscattato in qualsiasi momento (componente omni-temporale) al valore nominale. Inoltre, le condizioni di riscatto, comprese eventuali richieste di remunerazione, devono essere definite in modo chiaro e trasparente nel contratto.⁷¹⁰

2.7.1 Legge sulla moneta elettronica - campo di applicazione

386 Il campo di applicazione della legge sulla moneta elettronica (EGG) si estende all'emissione commerciale di moneta elettronica da parte di

⁷⁰⁷ A causa della dematerializzazione e quindi della mancanza dell'elemento di corporeità, si tratta probabilmente di un "diritto delle merci" o diritto di proprietà di natura reale.

⁷⁰⁸ Si veda più avanti il Titolo I. Capitolo I.1.2, secondo il quale una "quasi-standardizzazione" può comunque essere raggiunta, per esempio attraverso un accordo di custodia.

⁷⁰⁹ Ad esempio sotto forma di tasse o altri vantaggi; art. 44 CG.

⁷¹⁰ Considerando 18 della direttiva sulla moneta elettronica; cfr. anche II.2.7.6 ulteriori orientamenti.

emittenti di moneta elettronica.⁷¹¹ Gli emittenti di moneta elettronica sono in particolare istituti di credito e istituti di moneta elettronica.⁷¹² Sono compresi gli istituti di credito ai sensi della CRD IV,⁷¹³ comprese le succursali di società di paesi terzi all'interno dell'Unione europea - secondo il rispettivo diritto nazionale⁷¹⁴ - nonché le cosiddette persone giuridiche esenti (come gli istituti speciali di moneta elettronica ai sensi dell'art. 30 LEG). A⁷¹⁵ differenza di quanto avviene in Austria, le altre attività di un istituto di moneta elettronica ai sensi dell'articolo 5 comma 2 del trattato CE non devono essere esplicitamente coperte dalla

⁷¹¹ Articolo 2 (1) ECG; Articolo 1 (1) Direttiva sulla moneta elettronica 2009/110/CE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/110/oj>.

⁷¹² Articolo 3, paragrafo 1, lettera c), del trattato CE; il capitale minimo degli istituti di moneta elettronica è di 350.000,00 EUR o l'equivalente in CHF (articolo 8, paragrafo 2, del trattato CE) La tassa di licenza riscossa dalla FMA per gli istituti di moneta elettronica ammonta a CHF 30'000.00 ai sensi dell'allegato 1, sezione A, n. 1, lett. g della legge FMA. La tassa di vigilanza per gli istituti di moneta elettronica ammonta ad almeno CHF 20'000.00 e al massimo a CHF 120'000.00 all'anno (allegato 2, parte I, sezione C, n. 1 e 5 FMAA).

⁷¹³ Il riferimento originale si riferisce alla precedente regolamentazione della CRD IV, Direttiva 2006/48/CE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2006/48/oj>; cfr. Art. 1 (1) (a) della direttiva sulla moneta elettronica.

⁷¹⁴ Articolo 1, paragrafo 1, lettera a) della direttiva sulla moneta elettronica in combinato disposto con l'articolo 38 e l'articolo 4, paragrafo 3 della CRD III.

⁷¹⁵ Cfr. l'articolo 2 n. 3 in combinato disposto con l'articolo 1, paragrafo 3, della direttiva sulla moneta elettronica. La regolamentazione relativa alle succursali di società con sede in Paesi terzi è stata abrogata sia nel Trattato CE (art. 28 LBCR) che nella legge sulle banche (art. 30p e 30r LBCR). In questo modo si intende chiarire che le succursali di Stati terzi nel Liechtenstein necessitano di una soggettività giuridica indipendente (a differenza delle succursali) e di un'autorizzazione. Cfr. BuA 2018/98, pag. 83 e segg.

FMA del Liechtenstein nel divieto amministrativo di concessione di licenze.⁷¹⁶

387 Anche gli istituti di moneta elettronica, insieme alle controparti dei paesi terzi, sono considerati emittenti di moneta elettronica ai sensi della direttiva sulla moneta elettronica.⁷¹⁷ Si noti che gli enti di paesi terzi devono essere stabiliti in conformità con il diritto nazionale. Nel diritto nazionale, il riferimento ai paesi terzi è stato finora⁷¹⁸ disciplinato dall'articolo 28 del trattato CE. Secondo le dichiarazioni contenute nella relazione e la mozione del governo per l'introduzione di una legge sull'assicurazione dei depositi e l'indennizzo degli investitori per le banche e le imprese di investimento (EAG), queste disposizioni relative alle relazioni con i paesi terzi sono state abrogate contemporaneamente

⁷¹⁶ Cfr. §3 comma 3 öEGG *"Inoltre, gli istituti di moneta elettronica possono svolgere le seguenti attività, a condizione che la loro licenza li autorizzi a farlo:"* Miczajka, Necessità e portata dell'autorizzazione in *Vonkilch* (ed.), Commento alla legge sulla moneta elettronica 2010, pag. 70 (pag. 73 f); inoltre, possono essere svolte anche altre attività commerciali (art. 5 cpv. 2 lett. e LEGG; § 3 cpv. 3 n. 3 n. 5 LEGG; art. 6 cpv. 1 lett. e Direttiva sulla moneta elettronica) - come ciò debba funzionare nella pratica rimane incerto - *ibidem*, pag. 70 (pag. 77). Sarebbe ipotizzabile una rigorosa separazione organizzativa simile a quella di un'impresa di investimento che gestisce un sistema multilaterale di negoziazione attraverso il quale possono essere negoziati i titoli rappresentativi di strumenti finanziari e che offre anche la negoziazione di titoli non regolamentati (cfr. capitolo II.2.4.1, FN 568).

⁷¹⁷ Art. 1 (1) (b) in combinato disposto con l'Art. 2 (1) e (3) in combinato disposto con l'Art. 8 della Direttiva sulla moneta elettronica.

⁷¹⁸ IdF LGBI 2011.151.

alle disposizioni sulle società di paesi terzi di cui agli articoli da 30p a 30r della legge bancaria.⁷¹⁹⁷²⁰

Secondo il governo, ciò dovrebbe rappresentare un adeguamento giuridico, in quanto le filiali di paesi terzi non sono state create secondo la prassi consolidata fino ad oggi, ma strutture societarie indipendenti sono state incorporate nell'UE o nello SEE e di conseguenza approvate.⁷²¹ Ciò dovrebbe anche chiarire che le succursali possono essere realizzate solo attraverso un'autorizzazione autonoma e quindi con una propria soggettività giuridica. Di conseguenza, si ovvierà anche alla carenza relativa alle succursali di società stabilite in paesi terzi, che ha impedito loro di beneficiare del sistema Europass o della libera prestazione di servizi e della libertà di stabilimento.⁷²² 388

A differenza degli istituti CRR, gli emittenti o gli istituti di moneta elettronica non sono soggetti all'obbligo di⁷²³ costituzione in forma di società per azioni o di Societas Europaea (SE) e possono quindi essere costituiti anche in altre forme giuridiche. BaFin ritiene che, secondo la terminologia ivi utilizzata, l'ufficio centrale o il gestore di un'operazione di moneta elettronica possa essere anche "*persone fisiche, società di*" 389

⁷¹⁹ IdF LGBI 2011.243.

⁷²⁰ BuA 2019/13, S 100 f e BuA 2018/98 S 84 aE; EGG come modificato dalle LGBI 2019.106; BankG come modificato dalle LGBI 2019.105.

⁷²¹ Poiché anche i propri licenziatari hanno accesso al sistema di passaporti, a differenza delle filiali senza personalità giuridica.

⁷²² BUA 2018/98 pag. 83 segg.; cfr. per quanto riguarda l'indipendenza giuridica delle succursali la loro definizione all'art. 3 cpv. 1 n. 16 della CRD IV in combinato disposto con l'art. 4 cpv. 1 n. 1 lett. 17 della CRR.

⁷²³ Articolo 18 della legge sulle banche.

persone o altre maggioranze di persone, [...] persone giuridiche o strutture societarie senza capacità giuridica"⁷²⁴. Secondo il diritto del Liechtenstein, un istituto di moneta elettronica, e di conseguenza un emittente di moneta elettronica, deve essere una persona giuridica (art. 3 cpv. 1 lett. a e c LEGGE).

- 390 L'ambito di applicazione materiale della direttiva sulla moneta elettronica si riferisce quindi all'emissione di moneta elettronica, mentre l'ambito di applicazione personale si riferisce agli emittenti di moneta elettronica, il che si traduce in ultima analisi in un ambito di applicazione locale de facto, per cui gli emittenti di moneta elettronica possono esistere ed essere autorizzati solo nel SEE/UE. Si noti che quando la moneta elettronica è distribuita attraverso punti vendita che agiscono per conto dell'emittente di moneta elettronica, il contratto è concluso tra un cliente e l'emittente e non tra il cliente e un punto vendita.⁷²⁵ Ai sensi dell'art. 14 cpv. 2 EGG, l'emissione è riservata anche agli emittenti di moneta elettronica. Non è quindi possibile aggirare il regime della moneta elettronica emettendo un valore monetario in un paese terzo che distribuisce tali valori monetari attraverso un punto vendita in uno Stato membro del SEE o dell'UE.

2.7.2 Conclusione sulla portata territoriale del regime della moneta elettronica

⁷²⁴ BaFin Merkblatt - Informazioni sulla legge sulla vigilanza dei servizi di pagamento (Zahlungsdienstenaufsichtsgesetz, ZAG) del 22.12.2011, modificata da ultimo il 29.11.2017, capitolo 4 lit a sublit bb, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html?nn=9450978#doc7846622bodyText33.

⁷²⁵ Gerhartinger, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in *Vonkilch* (Hrsg), Commentary on the E-Money Act 2010, Rz 52 (p 30 f).

La direttiva sulla moneta elettronica e l'attuazione a livello nazionale della legge sulla moneta elettronica riguardano l'emissione professionale di moneta elettronica per quanto riguarda il campo di applicazione materiale. Il campo di applicazione personale si estende agli emittenti di moneta elettronica che emettono moneta elettronica. Gli emittenti di moneta elettronica sono in particolare gli istituti di credito CRR e gli istituti di moneta elettronica. Questo campo di applicazione personale comporta implicitamente un campo di applicazione locale. Poiché tali istituzioni possono essere costituite e autorizzate solo nell'UE o nello SEE, non è possibile emettere moneta elettronica in giurisdizioni straniere che non hanno familiarità con il regime della moneta elettronica. 391

Pertanto, se viene emesso un gettone che rappresenterebbe la moneta elettronica se fosse stato emesso nell'UE o nel SEE, non costituisce moneta elettronica, a condizione che l'emittente sia stabilito in un paese terzo che non riconosce la moneta elettronica e vi effettua l'emissione. Un esempio di tale gettone di moneta elettronica che, in assenza di emissione nell'UE o nel SEE, non costituisce moneta elettronica, ma che sarebbe trattato come moneta elettronica se fosse stato emesso in uno Stato membro, è Tether.⁷²⁶ La distribuzione di tale gettone da parte di un terzo (ma non da un punto vendita che agisce per conto dell'emittente) nell'area SEE o UE non apre successivamente l'ambito di applicazione del regime della moneta elettronica, né deve essere considerato un servizio di pagamento, poiché l'ambito di applicazione materiale è limitato all'emissione di moneta elettronica come spiegato sopra e, se tale valore monetario è emesso sotto forma di credito nei confronti di un emittente in un paese terzo, non può esserci moneta elettronica fin 392

⁷²⁶ Vedi capitolo II.2.7.6 dettaglio.

dall'inizio. Tuttavia, dato il rapporto tra l'attività di moneta elettronica e l'attività di deposito, si dovrebbe esaminare nella rispettiva giurisdizione estera se tale attività di deposito verrà svolta o se verrà emessa una obbligazione o un'altra obbligazione.

2.7.3 gettoni come moneta elettronica, portafogli e determinati conti di pagamento per la moneta elettronica

393 La moneta elettronica comprende sei elementi che devono essere cumulativi per costituire la moneta elettronica.⁷²⁷ Secondo la legge sulla moneta elettronica, la moneta elettronica è definita come (i) un valore monetario memorizzato elettronicamente o magneticamente (ii) un valore monetario che si riflette in (iii) un credito nei confronti dell'emittente di moneta elettronica, che (iv)⁷²⁸ è emesso contro il pagamento di

⁷²⁷ Rapporto EBA con consulenza per la Commissione Europea su crypto-assets, 09.01.2019, S 13, <https://eba.europa.eu/documents/10180/2545547/EBA+Report+on+crypto+assets.pdf>.

⁷²⁸ Nella versione in lingua inglese dell'art. 2, n. 2, della direttiva sulla moneta elettronica, il termine "fondi" è utilizzato per gli importi monetari (emessi al ricevimento di fondi), che potrebbero essere interpretati in modo più ampio rispetto al termine tedesco "Geldbeträge". Tuttavia, il termine "fondi" deve essere interpretato anche in senso stretto nel senso di fondi e non in senso lato nel senso di risorse finanziarie o patrimoniali. Ciò risulta anche dal considerando 18 della direttiva sulla moneta elettronica, secondo cui la moneta elettronica deve essere sempre rimborsata al valore nominale; cfr. anche la sentenza della Corte EFTA del 30 maggio 2018 nella causa E-9/17 tra la Edmund Falkenhahn AG e l'Autorità per i mercati finanziari del Liechtenstein, <https://eftacourt.int/download/9-17-judgment/?wpdmdl=1805>, nota a margine 27 - "A un emittente di moneta elettronica è pertanto vietato far dipendere il valore di un'unità di moneta elettronica da qualsiasi altro valore di riferimento, ad esempio un'oncia d'oro, diverso dal valore nominale della valuta legale sottostante. Per il Liechtenstein ciò risulta anche dall'articolo 3 capoverso 3 lettera a BankG, secondo il quale, per

una somma di denaro al fine di (v) eseguire operazioni di pagamento (ai sensi della legge sui servizi di pagamento; PSA) e che è anche accettato da (vi) persone fisiche o giuridiche diverse dall'emittente di moneta elettronica.⁷²⁹

Il denaro elettronico viene utilizzato principalmente a scopo di pagamento e non di risparmio. Accettando fondi nel corso dell'emissione di moneta elettronica, non vi è quindi, per finzione legale, nessuna transazione di deposito. Agli⁷³⁰ istituti di moneta elettronica è inoltre vietato concedere prestiti da fondi o interessi su fondi ricevuti in relazione all'emissione di moneta elettronica.⁷³¹

mera finzione legale, non esiste alcuna operazione di deposito se la somma di denaro ricevuta viene scambiata direttamente con moneta elettronica; tuttavia, se non esiste alcuna operazione di deposito, non può mai esistere di conseguenza un'operazione di moneta elettronica. Il fatto che la rimborsabilità della moneta elettronica sia effettiva e che questo requisito possa applicarsi solo al corso legale e alla moneta elettronica stessa è, inoltre, chiaramente evidente dal fatto che i depositi sono fondi rimborsabili incondizionatamente e che la moneta elettronica non costituisce, per finzione legale, un deposito se l'importo di denaro ricevuto viene scambiato direttamente con un valore monetario memorizzato elettronicamente (moneta elettronica).

⁷²⁹ Art. 3(1)(b) ECG; Nota: I numeri romani tra parentesi servono a chiarire i singoli elementi del reato; cfr. Relazione dell'EBA, Report with advice for the European Commission on crypto-assets, 09.01.2019, pag. 13.

⁷³⁰ Cfr. l'art. 3 cpv. 3 della legge bancaria e il considerando 13 della direttiva sulla moneta elettronica; cfr. il capitolo II.2.2.2 - l'attività di deposito non può più essere ripresa anche se esiste un'eccezione all'attività di moneta elettronica, poiché in questo caso, da un punto di vista dogmatico, la moneta elettronica - anche se "non autorizzata" - è ancora presente.

⁷³¹ Considerando 13 della direttiva sulla moneta elettronica; tuttavia, possono essere concessi interessi se non sono legati ad un periodo di detenzione. Inoltre, l'art. 18 cpv. 4 lett. b) PSD II consente anche agli istituti di pagamento di emettere prestiti a breve termine da rimborsare in dodici mesi.

395

Tuttavia, alcune critticità sono intrinsecamente generate o dissotterrate dalle cosiddette miniere e non sono emesse da un'entità centrale. Se non esiste un emittente centrale, tale emittente non può emettere o impegnare un credito.⁷³² Anche le valute crittografiche come il Bitcoin e l'etere non sono da classificare come moneta elettronica, poiché non esiste un emittente di moneta elettronica contro il quale possa essere diretto un credito - rappresentato in un valore monetario magnetico o elettronico. Ciò è in linea con il punto di vista dell'EBA⁷³³, che non considera le valute criptate paragonabili ai servizi di pagamento convenzionali o alla regolamentazione dei mercati finanziari dell'UE in generale,⁷³⁴ anche se per ragioni probabilmente errate.⁷³⁵

396

Inoltre, le valute crittografiche come BTC o ETH in genere non rappresentano rivendicazioni, ma piuttosto, come "gettoni di valore", un gettone indipendente nel senso di contenuti digitali come merce (dati o software) e quindi valute virtuali. Gettoni come Bitcoin o Ether non costituirebbero quindi moneta elettronica anche se emessi a livello centrale, purché non rappresentino un credito nei confronti dell'emittente. Questa opinione è stata espressa da *Mersch*, membro del Comitato esecutivo della BCE, in un discorso alla BCE in relazione al token "Bilancia" di Facebook: *"La prima sfida riguarda la natura fondamentale giuridica*

⁷³² Vgl die Ausführung in EBA Opinion on "virtual currencies", EBA/Op/2014/08 vom 04.07.2014, <https://eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf>, Rz 179 - "assenza di un redentore".

⁷³³ Autorità bancaria europea.

⁷³⁴ Si sostiene che le valute crittografiche non dovrebbero essere soggette al regime della moneta elettronica o dei servizi di pagamento, in quanto ciò darebbe loro una credibilità che presumibilmente non avrebbero.

⁷³⁵ EBA/Op/2014/08 del 04.07.2014, Rz 179 f.

della Bilancia. La scelta è essenzialmente se trattare la Bilancia come moneta elettronica, come strumento finanziario o come moneta virtuale. La Bilancia non sembra qualificarsi come moneta elettronica, in quanto non rappresenta un credito dei suoi detentori nei confronti dell'Associazione Bilancia⁷³⁶. I gettoni possono rappresentare crediti e quindi moneta elettronica, ma se rappresentano un gettone con un valore intrinseco indipendente da un credito (denominato in denaro), il reato di moneta elettronica non può esistere. Tali gettoni rappresentano dati o software nel senso di merce o contenuto digitale e non rappresentano crediti sui libri, e non sono quindi soggetti alla triade collegata o ai vasi comunicanti di moneta elettronica, depositi o strumenti finanziari.⁷³⁷ Anche se le BTC fossero state emesse in modo centralizzato, non avrebbero mai potuto costituire moneta elettronica se non fosse stato rappresentato un credito nei confronti dell'emittente, come implica in generale *Terlau*.⁷³⁸ Questo punto di vista è dogmaticamente sbagliato sotto diversi aspetti e deve essere respinto, come verrà mostrato di seguito.

Si pone la questione se, non appena vi è un credito nei confronti dell'emittente, si entra necessariamente nel settore del diritto dei mercati finanziari degli strumenti finanziari, dei depositi o della moneta elettronica. Ad esempio, un voucher sotto forma di gettone potrebbe essere emesso dietro pagamento di denaro fiat. Se ciò rappresenta un credito

⁷³⁶ *Mersch*, discorso alla Conferenza giuridica della BCE, Francoforte sul Meno, 2 settembre 2019, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190902~aedded9219.en.html>, convocato il 04.10.2019, 22:10

⁷³⁷ Si veda anche il capitolo II.2.2.2 su questo tema della delimitazione.

⁷³⁸ *Terlau* in *Schimansky/Bunte/Lwowski* (Hrsg), Manuale di diritto bancario § 55a, Rz 148.

per l'acquisto di beni o servizi, tale voucher non costituisce uno strumento finanziario, in quanto il voucher è uno strumento di pagamento. In assenza di un obbligo incondizionato a rimborsare il denaro dato, non vi è anche alcuna transazione di deposito.⁷³⁹ Tuttavia, si pone la questione se il voucher possa successivamente rappresentare un valore monetario (arg: emissione contro denaro fiat), sotto forma di credito (arg: richiesta di ricevere beni o servizi dall'emittente), con il quale possono essere effettuate operazioni di pagamento (arg: rimborso o pagamento di beni o servizi con tale voucher elettronico).

398 Tuttavia, la qualificazione fallisce già sul primo criterio del valore monetario. Tale qualificazione può riferirsi solo ad un credito monetario, che è anche legato all'attribuzione di un importo monetario. I prerequisiti sono che il valore monetario sia necessariamente un importo monetario e che un credito possa riguardare solo un credito con data di valuta in forma monetaria, cosicché un'operazione di pagamento deve essere effettuata ai sensi dell'art. 2 n. 2 CGCE in combinato disposto con l'art. 4 n. 5 PSD II o dell'art. 3 cpv. 1 lett. b CGCE in combinato disposto con l'art. 4 cpv. 1 n. 54 ZDG. Di conseguenza, la messa a disposizione, il trasferimento o il prelievo di fondi, definiti come moneta scritturale, contante e moneta elettronica ai sensi dell'art. 4 cpv. 1 n. 18 ZDG (art. 4 n. 25 PSD II), sono essenziali per il traffico dei pagamenti.

399 Di conseguenza, una pretesa di ricevere beni o servizi non può mai costituire moneta elettronica. Anche questo è logico, poiché la moneta elettronica è un caso particolare, giuridicamente fittizio, dell'attività di

⁷³⁹ Anticipando il risultato, se l'attività di deposito viene negata, non ci può essere più attività di moneta elettronica.

deposito - l'attività di deposito si basa sempre su fondi che sono assolutamente rimborsabili. BaFin è del seguente parere: *"Il concetto di valore monetario comprende non solo il corso legale, ma anche qualsiasi tipo di mezzo di scambio generalmente accettato come pagamento per specifici beni o servizi o anche solo in uno specifico ambiente socio-culturale o solo dalle parti di un accordo quadro multilaterale.*⁷⁴⁰ Anche *Auffenberg* propaga questa opinione con poca differenziazione: *"Le unità di pagamento a catena di blocchi soddisfano già questi requisiti a causa del caso di utilizzo immanente del pagamento, del tutto indipendente dal loro concreto disegno tecnico e dalla questione se funzionano come unità a catena di blocchi originali attraverso una catena di blocchi aperta e organizzata in modo decentrato o se sono unità di un contratto Smart su una catena di blocchi emessa da un emittente centrale, ovvero il programmatore del contratto Smart.*⁷⁴¹ Quest'ultimo si affida a *Terlau* per il suo punto di vista.⁷⁴²

Terlau sostiene che il Bitcoin rappresenta i valori monetari, poiché le BTC 400 fungono da mezzo di scambio e di pagamento.⁷⁴³ Per le ragioni esposte, questo punto di vista è dogmaticamente errato e deve essere respinto in toto. Un valore monetario può riferirsi esclusivamente a un credito monetario per l'esecuzione di operazioni di pagamento; se non si trat-

⁷⁴⁰ Volantino BaFin - Informazioni sulla legge sulla vigilanza dei servizi di pagamento, P 4 a, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html

⁷⁴¹ *Auffenberg*, moneta elettronica su base block-chain, BKR 2019, pag. 341 (pag. 342).

⁷⁴² *Terlau* a *Casper/Terlau*, ZAG, § 1a Rz 41 mwN.

⁷⁴³ *Terlau* in *Schimansky/Bunte/Lwowski* (Hrsg), Manuale di diritto bancario § 55a, Rz 148.

tasse di un credito in denaro, allora, come spiegato, non potrebbero essere eseguite fin dall'inizio operazioni di pagamento ai sensi della PSD II, che si basano sulla messa a disposizione, il ritiro o il trasferimento di fondi. Inoltre, le transazioni di moneta elettronica sono solo una variante dell'attività di deposito; se l'esistenza di un'attività di deposito è a priori impossibile, non può mai esserci una transazione di moneta elettronica (argumentum a maiore ad minus, motivo per cui l'operazione di moneta elettronica regolata nella ECL non costituisce una *lex specialis* all'attività di deposito ai sensi della legge bancaria, poiché in questo caso potrebbe derogare a quest'ultima)⁷⁴⁴. Un credito che dà diritto a ricevere beni o servizi può rappresentare o funzionare come mezzo di scambio, ma a causa della mancanza di una data di valuta in termini monetari, non soddisfa i criteri di valore monetario con cui possono essere effettuate le operazioni di pagamento.

401 Anche questo è rigoroso, poiché la moneta elettronica costituisce dogmaticamente un deposito o fondi rimborsabili incondizionatamente e c'è solo la finzione legale che i fondi ricevuti non costituiscono un de-

⁷⁴⁴ Si veda il capitolo II.2.2.2, FN 377 inoltre, sia la legge bancaria che la legge introduttiva al trattato CE costituiscono una legislazione speciale. Nella cascata di vigilanza, la regolamentazione delle banche corrisponde addirittura a quella più specifica. Considerare l'attività di moneta elettronica come una *lex specialis* per l'attività di deposito, tuttavia, non sembra essere del tutto corretto, in quanto sia la legge bancaria che la legge introduttiva regolano l'attività di deposito, per cui per finzione legale, nel caso di un'attività di deposito con determinate condizioni, vengono attribuite particolari conseguenze all'attività di moneta elettronica. L'attività di deposito e l'attività di moneta elettronica sono quindi due istituti giuridici distinti, che regolano entrambi l'attività di deposito.

posito se gli importi ricevuti vengono scambiati direttamente o immediatamente in moneta elettronica.⁷⁴⁵ Di conseguenza, è anche dogmaticamente rigoroso che quando una deroga al regime della moneta elettronica è giustificata, l'attività di deposito non può più essere ripresa sulla base di questa finzione. Ciò è dovuto al fatto che, sebbene il campo di applicazione del trattato CE sia aperto, un'eccezione - ad esempio le reti limitate - significa che il rilascio di tale moneta elettronica non è soggetto ad autorizzazione. Non vi è quindi alcun deposito, poiché la moneta elettronica viene emessa; l'emissione di moneta elettronica può tuttavia essere esentata dall'autorizzazione se viene fatta un'eccezione. Ciò non esclude tuttavia fin dall'inizio il campo di applicazione del trattato CE e, di conseguenza, non influisce sul campo di applicazione della legge bancaria, che disciplina l'attività di deposito. Ciò è ulteriormente rafforzato dal fatto che tali eccezioni all'attività di moneta elettronica devono essere comunicate anche alla FMA.⁷⁴⁶

⁷⁴⁷Tuttavia, è corretto affermare che la moneta elettronica è la terza 402
 forma di denaro oltre al denaro contante e ai libri contabili, per cui la moneta elettronica non ha lo scopo di risparmiare e non deve fruttare interessi⁷⁴⁸, ma è concepita per effettuare pagamenti di piccole somme.

⁷⁴⁵ Cfr. l'art. 6 cpv. 3 della direttiva sulla moneta elettronica e l'art. 3 cpv. 3 lett. a legge sulle banche.

⁷⁴⁶ Art. 3 (3) ZDG.

⁷⁴⁷ Terlau in *Schimansky/Bunte/Lwowski* (Hrsg), Manuale di diritto bancario § 55a, Rz 11.

⁷⁴⁸ Cfr. il considerando 13 e l'articolo 12 della seconda direttiva sulla moneta elettronica.

Ciò risulta già dai considerando della prima direttiva sulla moneta elettronica⁷⁴⁹ - *"Ai fini della presente direttiva, la moneta elettronica può essere considerata un surrogato elettronico delle monete e delle banconote che viene memorizzata elettronicamente [...] e che è generalmente destinata ad essere utilizzata per effettuare pagamenti al dettaglio per via elettronica"*. È⁷⁵⁰ già stato sostenuto in questa sede che i fondi ricevuti non costituiscono depositi se la moneta elettronica è emessa immediatamente *"in considerazione delle sue caratteristiche specifiche di surrogato elettronico di monete e banconote"*⁷⁵¹; è inoltre importante notare che ai sensi di questa prima direttiva sulla moneta elettronica, se la moneta elettronica era detenuta su un conto di credito, l'operazione di deposito era ancora stabilita, a differenza della seconda direttiva sulla moneta elettronica.⁷⁵²

- 403 Auch die nationale Aufsichtsbehörde Englands, die Financial Conduct Authority oder kurz FCA, führt diese Argumentationslinie ins Treffen. La Unionsrechtsgesetzgeber konstatiert hierbei die gesetzliche Fiktion, dass die Annahme von Geldern bei darauf folgendem Eintausch in E-Geld kein Einlagengeschäft zu begründen vermag: *"Se il valore monetario è tenuto su un conto che può essere utilizzato con mezzi non elettronici, ciò indica che si tratta di un deposito. Ad esempio, è improbabile che un conto su cui si possono prelevare assegni sia moneta elettronica. Se un prodotto è concepito in modo tale da poter essere utilizzato solo per effettuare pagamenti di importo limitato e non come mezzo di risparmio, questa caratteristica indica che si tratta di moneta elettronica. [...] In altre parole, un deposito comporta la*

⁷⁴⁹ Direttiva 2000/46/CE, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2000/46/oj>.

⁷⁵⁰ Considerando 3 della direttiva 2000/46/CE.

⁷⁵¹ Considerando 7 della direttiva 2000/46/CE.

⁷⁵² Considerando 8 della EL 2000/46/CE.

*creazione di un rapporto debitore-creditore in base al quale la persona che accetta il deposito conserva il valore per l'eventuale restituzione. La moneta elettronica, invece, comporta l'acquisto di un mezzo di pagamento".*⁷⁵³ Il nostro motto è: "Il dogmatismo di E-Geldgeschäft e di E-Geldgeschäft si basa su parole e su un'immagine di Geld. Der Unterschied liegt im Sparzweck der Einlagen und dem Zweck zur Durchführung von Zahlungsvorgängen des E-Geldes.

La BCE può anche fornire un ulteriore sostegno all'argomentazione che 404 il deposito e la moneta elettronica sono giuridicamente ed economicamente correlati: *"La presunzione deve essere, pertanto, che gli istituti di moneta elettronica prendano sempre depositi, anche quando il periodo di tempo che intercorre tra l'effettuazione del deposito e l'esaurimento del corrispondente valore monetario è piuttosto limitato".*⁷⁵⁴ L'e-money business è una forma speciale di attività di deposito, che è anche regolata in modo diverso a causa di varie circostanze, come la mancanza di uno scopo di risparmio e il divieto di pagamento degli interessi.

Diese Auseinandersetzung hat ihren Ursprung jedoch bereits in den 405 1990er Jahren. Die EZB hat die wirtschaftliche Similarität von E-Geld und Einlagen schon 1994 und 1998 in Zusammenhang mit der ersten E-Geld-RL 2000/46/EG aufgezeigt. Gemäss diesen Erwägungen werden

⁷⁵³ PERG Chapter 3A, Guidance on the scope of the Electronic Money Regulations 2011, Section 3A.3: The definition of electronic money, Release 42, September 2019, S 4 (Q15).

⁷⁵⁴ Athanassiou/Mas-Guix, ECB Legal Working Paper Series, Electronic Money Institutions - Current Trends, Regulatory Issues and Future Prospects, No 7 / July 2008, S 34, FN 91.

Einlagen insbesondere für voluminösere Transaktionen herangezogen, da für betragsmäßig kleine Überweisungen verhältnismäßig hohe Gebühren fällig würden. Per il lavoro di Kleinbetragszahlungen, da per il tradimento, da per l'educazione alla salute: "Il Rapporto del 1994 indicava le analogie, in termini economici, tra i depositi a vista con il sistema bancario, da un lato, e il valore caricato sulle carte prepagate, dall'altro. In entrambi i casi, infatti, il cliente affida parte dei suoi averi ad un istituto. Pertanto, in molti casi, la moneta elettronica entra in competizione con la tradizionale moneta bancaria, una situazione che suscita preoccupazione per la parità di condizioni. Nel caso dei depositi a vista, i fondi disponibili possono essere mobilitati attraverso vari strumenti di pagamento, come assegni, ordini di trasferimento, ecc. Nel caso della moneta elettronica, i fondi disponibili possono essere mobilitati solo con uno strumento di pagamento specifico, che è il supporto di memorizzazione che rappresenta il potere d'acquisto. Ogni volta che l'emittente di moneta elettronica è un istituto di credito, la moneta elettronica diventa, in termini economici, un sottoinsieme della moneta bancaria, anche se ci sono evidenti differenze pratiche e tecniche. Ad esempio, la moneta bancaria tradizionale non è spesso utilizzata per acquistare beni e servizi di valore molto basso, perché i costi di elaborazione attraverso strumenti di pagamento che ne fanno uso rappresenterebbero una quota troppo elevata dei costi di transazione; al contrario, la moneta elettronica potrebbe non essere utilizzata per transazioni di alto valore".⁷⁵⁵

⁷⁵⁵ Rapporto della BCE sulla moneta elettronica, agosto 1998, pag. 8, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/emoneyen.pdf>.

Il fatto che la moneta elettronica possa avere un valore monetario solo nel senso di un valore denominato in denaro deriva anche dalla sentenza della Corte EFTA nella causa Edmund Falkenhahn AG - secondo la quale la moneta elettronica non può essere utilizzata nemmeno a fini di investimento; pertanto, se un gettone è soggetto alla volatilità del mercato, può essere acquistato a fini di investimento, la moneta elettronica non può mai essere presente: *"Per poter svolgere la sua funzione di sostituzione elettronica delle monete e delle banconote, la moneta elettronica memorizzata, che deve essere rimborsata in qualsiasi momento al valore nominale, deve avere in ogni momento un valore che corrisponda al valore delle somme di denaro pagate per essa. Di conseguenza, la moneta elettronica non può essere utilizzata a fini di risparmio o di investimento. Di conseguenza, un modello di business in cui il valore della moneta elettronica sarebbe legato al prezzo dell'oro a rischio del detentore di moneta elettronica non rientra nel campo di applicazione della Direttiva sulla moneta elettronica. Se la moneta elettronica potesse essere collegata al prezzo dell'oro, il rimborso effettivo al valore nominale basato sul prezzo dell'oro sarebbe puramente casuale. Pertanto, la moneta elettronica non può essere collegata ad altro che al suo valore monetario.*⁷⁵⁶ Ciò significa che i gettoni, che rappresentano dati o software con valore intrinseco e quindi contenuti digitali nel senso di merce o di valute virtuali appositamente definite, e che possono quindi essere soggetti a fluttuazioni di mercato, non possono mai rappresentare la moneta elettronica, anche se hanno anche una funzione di rappresentazione del pagamento.⁷⁵⁷

⁷⁵⁶ EFTA E-9/17, paragrafo 46.

⁷⁵⁷ Cfr. anche il capitolo II.2.7.8; cfr. anche EFTA-EFTA E-9/17, R 27, secondo cui la moneta elettronica può essere collegata solo a una somma di denaro e deve sempre corrispondere al valore nominale della valuta ricevuta.

407 Ne consegue che la rimborsabilità del denaro elettronico è un elemento costitutivo dei fatti e non una semplice conseguenza legale, poiché la rimborsabilità implica l'esistenza di un credito. La rimborsabilità (incondizionata) dei fondi è inerente all'attività di deposito. L'operazione di moneta elettronica costituisce sempre un'operazione di deposito, che tuttavia è soggetta a un regime diverso quando viene emesso immediatamente un valore monetario memorizzato elettronicamente. Se, tuttavia, non può esistere alcuna transazione di deposito, non può avvenire alcuna transazione di moneta elettronica. Di conseguenza, il diritto di riscattare il valore monetario dato al valore nominale è effettivamente applicabile sia all'operazione di deposito che all'operazione di moneta elettronica.

408 Mentre un pagamento con carta di debito è quindi stabilito come un "sistema pay-now" e un pagamento con carta di credito funziona secondo un "sistema pay-later", nel caso del pagamento di moneta elettronica, il pagamento viene effettuato quasi in anticipo ad un emittente di moneta elettronica e successivamente questo valore viene semplicemente trasferito per eseguire un'operazione di pagamento ("pay-before system").⁷⁵⁸ Se non c'è una richiesta - per la restituzione dell'importo di denaro dato - e se tale richiesta non appare sul lato del passivo dei libri contabili di un'azienda, non ci può essere nemmeno e-money; le operazioni di pagamento sono, come spiegato, solo basate su importi monetari, quindi i crediti sui beni non possono costituire e-money. Se esiste un diritto di riscatto dell'importo monetario, il riscatto al valore nominale non è solo la sequenza logica e la conseguenza legale dell'esistenza

⁷⁵⁸ Gerhartinger, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in *Vonkilch* (Hrsg), Commentary on the E-Money Act 2010, margin no. 51 (p. 30).

di un credito o di un diritto di riscatto, ma il riscatto o il rimborso al valore nominale è di fatto esemplare per l'esistenza di depositi o di moneta elettronica. Dogmaticamente, anche questo è coerente e la rimborsabilità del valore nominale come criterio costitutivo dell'esistenza della moneta elettronica deriva dal requisito di un valore monetario sotto forma di credito (fondi rimborsabili incondizionatamente o importi monetari come conseguenza dell'operazione di deposito).⁷⁵⁹ Tuttavia, ciò non dovrebbe e non deve portare ad aggirare facilmente il regime della moneta elettronica, ad esempio richiedendo semplicemente il riscatto ad una certa percentuale frazionaria. Tuttavia, ciò non costituirà un problema regolare per quanto riguarda i gettoni, poiché, come afferma il legislatore dell'UE nel considerando 10 della quinta direttiva antiriciclaggio, le valute virtuali e la moneta elettronica si escludono a vicenda.

Solo i crediti possono essere riscattati in questo processo. I gettoni che rappresentano un contenuto digitale nel senso di una merce o anche di una valuta virtuale non sono quindi moneta elettronica, ma possono

409

⁷⁵⁹ I critici potrebbero sostenere che il requisito e quindi la rimborsabilità è stabilito dall'art. 3, n. 1, lett. b), CEG e dall'art. 2, n. 2, della direttiva sulla moneta elettronica, mentre la rimborsabilità al valore nominale non è definita nel termine, ma è stata recepita nell'art. 44 CEG e nell'art. 11 della direttiva sulla moneta elettronica, e quindi la rimborsabilità al valore nominale - a differenza della rimborsabilità - è solo una conseguenza legale. Tuttavia, come già spiegato, non è così, poiché l'operazione di deposito deve sempre essere presa in considerazione nella valutazione dell'operazione di moneta elettronica e, di conseguenza, anche il rimborso del valore nominale deve basarsi su un esempio realistico. Non è possibile effettuare una valutazione diversa, anche tenendo conto del diverso trattamento dei depositi in relazione al loro scopo di risparmio, il che significa che sono ammessi interessi e talvolta tassi di commissione più elevati rispetto alla moneta elettronica.

essere riacquistati da un emittente indipendentemente da questo, per cui ciò può avere conseguenze fiscali, o, da un punto di vista normativo, può anche essere un bureau de change.⁷⁶⁰ La moneta elettronica rappresenta la moneta della banca centrale già emessa e non serve a creare nuove unità monetarie o unità di valore come i gettoni. Il denaro elettronico può esistere solo se un gettone rappresenta effettivamente il denaro fiat che è stato emesso.⁷⁶¹

- 410 Il concetto di "contro pagamento di una somma di denaro" va inteso in un senso più ampio rispetto al pagamento di "moneta a corso legale" e si riferisce, da un lato, a questa stessa moneta a corso legale, cioè denaro contante e moneta scritturale, e, dall'altro, alla moneta elettronica stessa, che ha una funzione rappresentativa come mezzo di pagamento. Con riferimento allo ZDG, il legislatore ha affermato chiaramente che

⁷⁶⁰ Si veda il capitolo II.2.9 sugli uffici di cambio.

⁷⁶¹ Cfr. *Lintner in Vonkilch (Hrsg), E-Geldgesetz 2010, § 1 Rz 15 e 16 con riferimento alla BaFin Merkblatt ZAG 2011: "Questo collegamento al "denaro contante o moneta scritturale convenzionale" insieme all'"obbligo di riscatto" [...] ha lo scopo di garantire in larga misura l'influenza della politica monetaria delle banche centrali e serve a proteggere il monopolio valutario dello Stato. [...] L'emissione di moneta primaria è ancora riservata esclusivamente alla banca centrale e agli istituti di credito che creano "moneta speculare". L'obbligo di emettere moneta elettronica per l'ammontare del valore nominale della somma di denaro ricevuta è motivato anche dalla politica monetaria [...]. D'altro canto, se, ad esempio, al posto di un importo monetario vengono forniti beni o servizi, questo scambio attraverso sistemi di pagamento elettronico non rientra nella definizione di moneta elettronica secondo la chiara formulazione della legge sulla moneta elettronica, anche se una simile funzione economica viene assolta.*

anche la moneta elettronica rientra nel concetto di importo monetario.⁷⁶² È importante notare che i gettoni emessi contro la moneta elettronica possono a loro volta rappresentare la moneta elettronica.⁷⁶³ Se un gettone può essere acquistato sia contro il pagamento di somme monetarie che contro il pagamento di altri gettoni che non rappresentano né depositi né moneta elettronica, può effettivamente risultare che quei gettoni che sono acquisiti con somme monetarie rappresentano legalmente moneta elettronica, mentre quelli che sono acquisiti con altri gettoni nel senso di cui sopra non rappresentano moneta elettronica (in questo caso il credito dovrebbe riguardare il rimborso dei beni dati - una volta somme monetarie, una volta altri gettoni). Da un punto di vista giuridico, una tale costellazione darebbe quindi origine a due gettoni diversi a seconda del tipo di acquisizione; anche se è tecnicamente possibile che venga emesso un solo gettone, questa commistione di moneta elettronica con non moneta sarebbe giuridicamente inammissibile se lo stesso gettone venisse acquisito per mezzo di altre valute criptate⁷⁶⁴, in quanto non sarebbe possibile capire quali gettoni dello stesso tipo debbano rappresentare la moneta elettronica e quali no. Per potersi qualificare come moneta elettronica, è quindi necessario differenziare se l'acquisto viene effettuato con una somma di denaro o con gettoni che non rappresentano di per sé moneta elettronica. La questione legale cruciale sembra essere se la moneta elettronica può essere presente se

⁷⁶² Articolo 3, paragrafo 1, lettera b), CE in combinato disposto con l'articolo 4, paragrafo 1, punti 54 e 18, dello ZDG.

⁷⁶³ Vedi in dettaglio *Nägele/Bergt*, *Kryptowährungen und Blockchain-Technologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht - Regulatische Grauzone?*, LJZ 2/18, pag. 63 (pag. 67).

⁷⁶⁴ Che a loro volta non costituiscono moneta elettronica.

un gettone da emettere può essere acquistato solo con denaro fiat e gettoni che non rappresentano la moneta elettronica.⁷⁶⁵ In questo caso, non vengono forniti solo importi monetari e ciò mette in discussione l'esistenza della moneta elettronica.⁷⁶⁶ Se, tuttavia, vi è una richiesta di rimborso delle somme di denaro e dei gettoni dati, si potrebbe anche sostenere che tutti i criteri per la moneta elettronica sono soddisfatti (in questo caso "a fronte del pagamento di una somma di denaro") e che un rimborso "in eccesso" (sotto forma di gettoni, che devono essere accantonati in aggiunta alle somme di denaro pagate) non è dannoso per l'esistenza della moneta elettronica (e quindi anche l'elusione è resa impossibile).

- 411 Alla fine, sarà probabilmente necessario differenziarsi nuovamente per quanto riguarda l'acquisizione con denaro fiat e altri gettoni - che non sono regolamentati dal diritto del Liechtenstein - e anche questa costellazione sembra essere solo un'altra manifestazione del problema sopra descritto, in cui un gettone può essere acquistato in cambio di denaro fiat o di altri gettoni. Se si prevede un'acquisizione almeno parziale con denaro fiat, si può presumere che i gettoni acquisiti in questo modo rappresentino anche moneta elettronica se i restanti elementi del reato di moneta elettronica sono soddisfatti - a differenza di quelli acquisiti con le valute criptate. È sorprendente notare che non può fare alcuna differenza se un gettone di nuova emissione viene emesso in cambio di

⁷⁶⁵ Ad esempio, se un'acquisizione può essere effettuata solo dando il 50% di denaro fiat e il 50% di altri gettoni non regolamentati, indipendentemente dal fatto che ciò sia economicamente fattibile.

⁷⁶⁶ Cfr. anche l'AELS E-9/17 del 30.05.2018 - non esiste moneta elettronica se emessa contro oro.

denaro fiat o gettoni o in cambio di denaro fiat e gettoni.⁷⁶⁷ Se un gettone è emesso contro moneta fiat, rappresenterà anche un gettone se gli altri elementi del concetto di moneta elettronica sono soddisfatti, mentre un gettone dello stesso disegno emesso contro monete criptate non rappresenta la moneta elettronica. Nel caso dell'acquisto di un gettone contro il fiat money e le valute criptate, il problema si fa più acuto; se, ad esempio, un gettone di nuova emissione viene acquistato per il 50% contro CHF e per il 50% contro ETH, il 50% o 0,5 unità del gettone rappresenterà la moneta elettronica, a condizione che tutte le altre caratteristiche siano soddisfatte, mentre l'altro 50% non rappresenta la moneta elettronica; il rapporto deve essere giuridicamente irrilevante. Sebbene una tale attuazione sia tecnicamente possibile, è giuridicamente inammissibile, poiché dovrebbero essere rilasciati due gettoni diversi e, inoltre, sarebbe necessaria un'autorizzazione come istituto di moneta elettronica almeno per il gettone che rappresenta la moneta elettronica.

Il valore monetario della moneta elettronica è basato su software o memorizzato su un supporto fisico (ad es. carta/chip). Una caratteristica fondamentale dell'e-money è che non è necessario accedere a nessun conto di pagamento e non sono richiesti elementi individualizzati come 412

⁷⁶⁷ In questo caso si intende che un gettone in un'offerta di gettoni può essere acquistato in un primo caso contro denaro fiat o valute virtuali (entrambi sono accettati come corrispettivo), mentre in un secondo caso è necessario che i gettoni possano essere acquistati solo contro denaro fiat e valute virtuali (ad es. dietro pagamento del 50% del prezzo di acquisto in CHF e del 50% in BTC).

password o PIN o inserimento TAN e nessuna firma per l'autorizzazione al pagamento.⁷⁶⁸⁷⁶⁹

- 413 La definizione di moneta elettronica non dovrebbe ostacolare l'innovazione tecnica.⁷⁷⁰ In questo contesto, ci si chiede se il decentramento della catena dei blocchi sia in contraddizione con il regime della moneta elettronica, nonostante l'intenzione di neutralità tecnologica. Il regime della moneta elettronica consente di gestire il valore della moneta elettronica sul server di un emittente (*conto specifico per la moneta elettronica*). Tuttavia, ciò non dovrebbe portare alla conclusione che la moneta elettronica possa essere tenuta solo in tali conti specifici per la moneta elettronica (che devono essere tenuti dall'emittente).
- 414 Piuttosto, la moneta elettronica può essere memorizzata sui sistemi basati sulle carte e sul software menzionati sopra in aggiunta a questi sistemi basati su server. Soprattutto nel caso di sistemi basati su software, è concepibile la memorizzazione su supporti dati come l'hard disk di un computer. Ciò vale tuttavia anche per la catena di blocco o i portafogli, che in ultima analisi vengono memorizzati su supporti dati nello stesso modo, anche se in modo decentralizzato, ossia su più supporti dati. Nello spirito della neutralità tecnologica, la formulazione del considerando 8 della direttiva sulla moneta elettronica, che si riferisce alla moneta elettronica "su un supporto in possesso del detentore di moneta elet-

⁷⁶⁸ In questo caso sarebbe disponibile uno strumento personalizzato, ossia uno strumento di pagamento ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 48 della ZDG.

⁷⁶⁹ Gerhartinger, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in Vonkilch (Hrsg), Commentary on the E-Money Act 2010, Rz 1 ss.

⁷⁷⁰ Considerando 8 della direttiva sulla moneta elettronica 2009/110.

tronica", dovrebbe essere interpretata nel senso che per "possesso" si intende il potere di disporre dei gettoni elettronici nel senso di un credito in monete digitali o in un portamonete elettronico, Tanto più che i sistemi nazionali di diritto civile differiranno nelle giurisdizioni soggette al diritto dell'Unione e non è certo lo scopo della regolamentazione far dipendere dal rispettivo diritto civile nazionale la disponibilità o meno della moneta elettronica o le modalità di attuazione o di trasferimento della stessa per quanto riguarda la conservazione.⁷⁷¹ Il trasferimento di tale denaro elettronico memorizzato può essere effettuato mediante la cessione del credito rappresentato. Non è necessario che venga trasferito su un conto di pagamento specifico per la moneta elettronica presso il nuovo creditore. L'emittente di moneta elettronica deve invece essere notificato come debitore del nuovo creditore. Ciò può essere fatto presentando l'e-money della parte che ha diritto ad attingervi.

Tenendo conto di quanto sopra e considerando i principi del diritto civile e ricordando che la moneta elettronica rappresenta un credito nei confronti dell'emittente, deve essere possibile tenere gettoni che rappresentano la moneta elettronica su un portafoglio e anche trasferirli peer-to-peer su una catena di blocco. Secondo il diritto puramente civile, un debitore non deve necessariamente essere informato di una cessione tra il cedente (ex creditore) e il cessionario (nuovo creditore). Tuttavia, il cessionario, ossia un emittente di moneta elettronica, potrebbe continuare ad effettuare il pagamento al creditore precedente in adem-

415

⁷⁷¹ Cfr. *Gerhartinger*, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in *Vonkilch* (Hrsg), Commentary on the E-Money Act 2010, margin no. 1 ff (p 12 ff) e considerando 8 della direttiva sulla moneta elettronica 2009/110.

pimento del debito ai sensi del § 1395 ABGB se quest'ultimo (il cessionario) non fosse stato informato della cessione. In pratica, tuttavia, questo è probabilmente meno problematico per quanto riguarda i gettoni, in quanto il diritto di riscatto e quindi il credito che si riflette nella moneta elettronica è legato anche alla moneta elettronica - nel caso della moneta elettronica gettonata, al gettone. Il (nuovo) creditore si distingue dal debitore presentando la moneta elettronica.⁷⁷² Si noti che un portafoglio per la moneta elettronica gettonata messo a disposizione dall'emittente di moneta elettronica o da un altro offerente deve essere classificato come conto di pagamento, poiché la moneta elettronica costituisce un importo monetario ai sensi dell'art. 4 cpv. 1 n. 18 ZDG e un conto di pagamento ai sensi dell'art. 4 cpv. 1 n. 51 ZDG è un conto a nome degli utenti dei servizi di pagamento che può essere utilizzato per eseguire operazioni di pagamento.⁷⁷³ Un portafoglio di questo tipo,

⁷⁷² Il detentore della moneta elettronica - anche sotto forma di gettoni - deve dimostrare all'emittente di essere il legittimo detentore, ossia di avere il diritto di disporre della moneta elettronica; a causa della pubblicità e della permanenza della catena di blocco, questa prova sarà regolarmente facile da ottenere e potrà quindi essere impedita con mezzi tecnici da una probatio diabolica. Tuttavia, non è necessaria alcuna whitelist, nel senso che la moneta elettronica gettonata può essere trasferita solo a portafogli o portafogli identificati.

⁷⁷³ Va osservato che la ZDG si applica solo alla prestazione professionale di tali servizi di pagamento (art. 2 cpv. 1 ZDG) per quanto riguarda l'esecuzione di operazioni di pagamento tramite un portafoglio sul quale può essere tenuta moneta elettronica; i privati non sono interessati da ciò, a meno che non forniscano servizi di pagamento in modo autonomo, regolare e con l'intenzione di ottenere un vantaggio economico, vale a dire su base professionale. Si noti inoltre che i conti ombra interni di un emittente, che ad esempio rispecchiano la moneta elettronica in circolazione dell'emittente, non sono considerati conti di

sul quale si possono tenere gettoni di moneta elettronica, verrebbe quindi classificato come conto di pagamento. La detenzione di conti di pagamento da parte di prestatori di servizi di pagamento è legata in particolare alle operazioni di deposito e di prelievo o ad altri conti di detenzione di prestatori di servizi di pagamento.⁷⁷⁴ Inoltre, tuttavia, deve essere possibile tenere gettoni di denaro elettronico anche su portafogli privati, a condizione che il protocollo di gettone e portafoglio sia tecnicamente compatibile; tuttavia, tale portafoglio privato non può costituire un conto di pagamento ai sensi della ZDG.

2.7.4 Conclusione valore monetario e gestione della moneta elettronica sui portafogli

Come è già stato ripetutamente affermato a causa della sua importanza, la caratteristica essenziale della moneta elettronica è l'esistenza di un credito di denaro nei confronti di un emittente. Se un gettone come gettone indipendente ha un valore intrinseco e questo valore deve quindi essere visto in analogia alla moneta di base o alla moneta virtuale, ma non come moneta fiat⁷⁷⁵, esso rappresenta una merce sotto forma di software che viene venduta da un fornitore di servizi nel campo dello sviluppo di software e non contiene una richiesta di denaro nei confronti di un emittente; il valore di un tale gettone si forma sulla base del

416

pagamento, in quanto non sono destinati all'esecuzione di operazioni di pagamento, cfr. BaFin, Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG) del 22.12.2011, modificata da ultimo il 29.11.2017, P 2. a)

⁷⁷⁴ Cfr. art. 4 (1) Z 5, 12 e 24 ZDG.

⁷⁷⁵ Si veda il considerando 8 della quinta direttiva sul riciclaggio di denaro, che qualifica la moneta elettronica come moneta fiat.

mercato in funzione della domanda e dell'offerta, paragonabile a Bitcoin, Ether o al gettone della più nota società della catena di blocco del Liechtenstein, Aeternity. Tuttavia, il valore non deriva da un credito contrattuale nei confronti di un Emittente. L'attività di moneta elettronica è fondamentalmente un'attività di deposito, che viene trattata in modo diverso a causa della finzione legale se vengono soddisfatte determinate condizioni. Tuttavia, la relazione con l'attività di deposito significa che il valore monetario della transazione di moneta elettronica sotto forma di credito secondo il concetto di moneta elettronica si basa solo su fondi o somme di denaro rimborsabili incondizionatamente, e non sono inclusi i crediti per l'acquisto di beni e/o servizi. Il diritto di riscattare al valore nominale o - più precisamente - il diritto di riscattare il denaro fornito è quindi un elemento costitutivo della moneta elettronica.

417 Il denaro elettronico non deve ostacolare l'innovazione tecnica. Di conseguenza, anche il decentramento della catena dei blocchi è in linea con il regime della moneta elettronica. La moneta elettronica può essere gestita sul server di un emittente (conto specifico per la moneta elettronica). D'altra parte, la moneta elettronica può anche essere memorizzata su sistemi basati su carte o software. In base al diritto puramente civile, il trasferimento di moneta elettronica viene effettuato mediante la cessione del credito rappresentato dalla moneta elettronica. Se una tale assegnazione di moneta elettronica gettonata nella catena di blocco avviene mediante il trasferimento del gettone corrispondente su un portafoglio, l'emittente di moneta elettronica in qualità di debitore non deve necessariamente essere informato di questa procedura. Ai sensi del § 1395 ABGB, l'emittente, in qualità di cessus o debitore, poteva con-

tinuare ad effettuare il pagamento al creditore precedente in adempimento del debito, se a quest'ultimo non veniva notificata la cessione. Di fatto, tuttavia, ciò non pone alcun problema, poiché il credito - e quindi la sua rimborsabilità o riscattabilità al valore nominale della moneta elettronica - è legato al token. Chiunque si rivolga a un emittente in qualità di parte avente diritto di disporre di un gettone di moneta elettronica ha il diritto di riscattare il credito e allo stesso tempo di informare l'emittente della cessione; il diritto di disporre di tale gettone di moneta elettronica può essere garantito proprio grazie alla tracciabilità tecnicamente garantita delle transazioni su una catena di blocco.

Un portafoglio sul quale può essere tenuta e successivamente trasferita moneta elettronica deve essere classificato come conto di pagamento se è fornito da un emittente di moneta elettronica stesso o da un terzo fornitore di servizi. Indipendentemente da ciò, è anche possibile, come spiegato sopra, detenere moneta elettronica su portafogli privati senza richiedere l'autorizzazione come istituto di pagamento sulla base delle norme di diritto civile sul trasferimento di moneta elettronica. 418

2.7.5 E-soldi elettronici ed esenzioni

Un ulteriore elemento della moneta elettronica è la fattibilità delle operazioni di pagamento secondo la ZDG. Un'operazione di pagamento è definita come un accantonamento, un prelievo o un trasferimento di fondi disposti dall'ordinante o dal beneficiario.⁷⁷⁶ 419

Infine, per essere classificato come moneta elettronica, un valore monetario nel senso di cui sopra deve essere accettato anche da terzi. L'ECA 420

⁷⁷⁶ Art 4 (1) Z 54 ZDG.

non si applica a un valore monetario accettato solo dal proprio emittente. Inoltre, un'eccezione alla moneta elettronica che richiede un'autorizzazione si applica se viene emesso un valore monetario su uno strumento prepagato che può essere utilizzato solo in misura molto limitata. In questo caso, analogamente a quanto previsto dalla ZDG, valgono le eccezioni della gamma molto limitata di prodotti (gamma di prodotti o servizi) e della rete limitata di fornitori di servizi (reti limitate).⁷⁷⁷ La rete è da considerarsi limitata se uno strumento è accettato esclusivamente per l'acquisto di beni o servizi in un ufficio di ricezione o in una catena di negozi (catena di vendita al dettaglio; franchising o soluzione shop-in-shop⁷⁷⁸) (collegamento delle parti mediante un accordo commerciale).⁷⁷⁹ La gamma di prodotti è considerata molto limitata se lo scopo dello strumento di pagamento è "*effettivamente limitato ad un numero fisso di prodotti o servizi funzionalmente collegati*".⁷⁸⁰ In questo contesto, devono essere presi in considerazione gruppi specifici di beni o beni che sono in relazione tra loro.⁷⁸¹ Esempi pratici di tali

⁷⁷⁷ Articolo 2, paragrafo 2 della CEG in combinato disposto con l'articolo 3, paragrafo 1, lettere g e i della ZDG; cfr. capitolo II.2.8.2.

⁷⁷⁸ La soluzione shop-in-shop si riferisce a beni e/o servizi forniti da un determinato rivenditore conformemente al considerando 13 della PSD II. Questa eccezione può essere rilevante se un Crypto-Exchange desidera emettere uno strumento di pagamento interno (sotto forma di gettoni) con il quale si possono ottenere altri gettoni di valuta virtuale (anche o soprattutto se il Crypto-Exchange è multilaterale).

⁷⁷⁹ Considerando 5 Direttiva sulla moneta elettronica in combinato disposto con l'art. 3 lit. k PSD II.

⁷⁸⁰ Considerando 13 PSD II.

⁷⁸¹ Ad esempio, se uno strumento può essere utilizzato esclusivamente per l'acquisizione di geodati o di determinati prodotti d'investimento. In particolare, la possibilità di ottenere singoli tipi di prodotti o servizi mediante uno

strumenti - senza pretendere di essere esaustivi - sono le tessere clienti, i biglietti di viaggio e di parcheggio, le tessere carburante, le tessere associative, ecc.⁷⁸²

Ai sensi della PSD II, l'autorità nazionale di vigilanza, ossia la FMA nel Liechtenstein, deve essere informata se si ricorre a tale eccezione della rete limitata e se il valore totale delle operazioni di pagamento supera 1 milione di euro nei 12 mesi precedenti. A questo proposito, è necessario comunicare alla FMA anche quale eccezione viene utilizzata.⁷⁸³ 421

2.7.6 Negoziazione di Stablecoins e di moneta elettronica sull'esempio di Tether

Questo capitolo tratterà dei gettoni o delle monete stabili, che rappresentano la moneta elettronica. A differenza della Germania, il commercio bilaterale contro il proprio libro di gettoni che rappresenta la moneta elettronica non è soggetto ad alcuna preoccupazione di vigilanza. Secondo l'intesa del Liechtenstein, la moneta elettronica (anche sotto forma di gettoni) non è uno strumento finanziario.⁷⁸⁴ Tuttavia, la legge tedesca sulle banche (LBCR) prevede al § 1 comma 11 n. 7 che le unità di conto, ossia i gettoni nel senso di valute virtuali, costituiscono 422

strumento giustificherà regolarmente questa eccezione. Si veda il capitolo II.2.3.1a il termine generico.

⁷⁸² Considerando 5 Direttiva sulla moneta elettronica in combinato disposto con il considerando 14 PSD II.

⁷⁸³ Articolo 37, paragrafo 2, PSD II, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2015/2366/oj>; articolo 3, paragrafo 3, ZDG. Nello ZDG, il valore soglia è stato fissato a 1 milione di franchi svizzeri o l'equivalente in euro, in deroga alla direttiva.

⁷⁸⁴ Vedi capitolo II.2.2.2, nota a margine 221.

anch'essi strumenti finanziari. Pertanto, in base al diritto tedesco potrebbe potenzialmente esserci concorrenza tra la moneta elettronica (gettonata) e gli strumenti finanziari ai sensi della KWG. Tuttavia, anche se esiste un'eccezione per la moneta elettronica (che è soggetta ad autorizzazione), è improbabile che il concetto di strumenti finanziari prenda vita secondo il diritto tedesco, in quanto tale valore monetario sotto forma di gettone (unità di conto) rappresenta comunque la moneta elettronica da un punto di vista dogmatico, anche se non è necessaria un'autorizzazione come istituto di moneta elettronica.

423 Tornando al diritto del Liechtenstein, la negoziazione per conto proprio di moneta elettronica non costituisce l'emissione o la distribuzione di moneta elettronica che sarebbe coperta dall'EGG o da ZDG. Ciò non costituisce neppure un rimborso del credito da parte dell'emittente o di qualsiasi entità ad esso attribuibile.⁷⁸⁵ Secondo il diritto civile, ciò costituirebbe una cessione di crediti e, in caso di acquisto commerciale di crediti, potrebbe anche costituire una vera e propria operazione di factoring, che secondo il diritto del Liechtenstein non costituisce un'operazione bancaria.⁷⁸⁶

424 È vero che la moneta elettronica è una richiesta di risarcimento in denaro. Questa rivendicazione può essere rappresentata in un gettone. Un'operazione di scambio o un'operazione di scambio nel senso di un'attività di ufficio di cambio ai sensi dell'art. 2 cpv. 1 lett. 1 LDA nei⁷⁸⁷

⁷⁸⁵ Questo è valutato in modo diverso in Germania, cfr. *Terlau* in *Casper/Terlau* (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, §1a ZAG, Rz 111.

⁷⁸⁶ Vedi capitolo II.2.2.4.

⁷⁸⁷ IdF LGBI 2009.047; cfr. capitolo II.2.9.

confronti dell'emittente di moneta elettronica con un gettone che rappresenta la moneta elettronica non può avvenire. Se il credito nei confronti dell'emittente viene "scambiato", viene effettivamente riscattato e scade. L'opinione secondo cui il cambio di moneta elettronica o di moneta elettronica rappresentata da gettoni a corso legale o valute virtuali⁷⁸⁸ costituisce un'attività di ufficio cambi ai sensi della DDA riflette la visione prevalente (di vigilanza) de lege ferenda (dall'attuazione del 5° emendamento alla DDA). Direttiva sul riciclaggio di denaro)⁷⁸⁹ e, per ragioni di dottrina civile, questo punto di vista è rigoroso in conformità con le ragioni sopra descritte, in quanto la moneta elettronica rappresenta un valore monetario rappresentato elettromagneticamente sotto forma di una richiesta di rimborso incondizionato di fondi o di importi monetari nei confronti di un'entità che emette moneta elettronica; la classificazione come moneta fiat dal legislatore

⁷⁸⁸ Nel considerando 8 della quinta direttiva sul riciclaggio di denaro, la moneta elettronica è considerata denaro fiat. Poiché la quinta direttiva sul riciclaggio di denaro non è ancora stata attuata nel Liechtenstein, per il momento è coperto solo il passaggio dal corso legale alle valute virtuali, ossia non il passaggio dalla moneta elettronica alle valute virtuali o al corso legale.

⁷⁸⁹ Si veda il considerando 8 della quinta direttiva sul riciclaggio di denaro, 2018/843 (Status: atto adottato all'esame del SEE EFTA), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2018/843/oj>; la quarta direttiva sul riciclaggio di denaro, 2015/84, invece, è in vigore dal 1° agosto 2019, anche se è già stata recepita in anticipo nella DDA con LGBI 2017.047 (BuA 2016/159), ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2015/849/oj> (<https://www.efta.int/eea-lex/32015L0849>) la 6a direttiva sul riciclaggio di denaro 2018/1673, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2018/1673/oj>, tuttavia, per il momento non è rilevante per il SEE; *Nägele/Bergt*, le monete criptate e la tecnologia a catena di blocco nel diritto di vigilanza del Liechtenstein - area grigia regolamentare? LJZ 2/18, p. 63 (p. 66) - qui si è erroneamente supposto che la moneta elettronica sia una moneta virtuale, sebbene la moneta elettronica e le valute virtuali si escludano a vicenda.

dell'Unione suggerisce che la moneta elettronica rappresenta una richiesta di denaro - così come i depositi.⁷⁹⁰ Nel Liechtenstein, con l'introduzione della TVTG, modificata rispettivamente dal BuA 2019/54 e dal BuA 2019/93, non è stato attuato l'obbligo legale di scambiare moneta fiat con altre monete fiat o valute virtuali per l'esistenza di uffici di cambio o fornitori di servizi di cambio VT.⁷⁹¹ Indipendentemente da ciò, seguendo la dizione del considerando 8 della quinta direttiva sul riciclaggio di denaro, è ovvio che, da un punto di vista economico, le valute virtuali non rappresentano un mezzo di scambio senza valore intrinseco, cioè il denaro fiat. Il legislatore dell'Unione presume quindi anche che le valute virtuali abbiano un valore intrinseco simile alla moneta di base.⁷⁹²

425 Un'altra questione è se il matching (in qualità di intermediario privo di rischio o nel corso delle negoziazioni in linea di principio) sia possibile in relazione alla moneta elettronica (soprattutto sotto forma di token). Se il sistema è modellato su una controparte centrale⁷⁹³, alla fine c'è solo una negoziazione contro il proprio libro e questo è possibile, come già spiegato, per quanto riguarda la moneta elettronica. Questo potrebbe essere compensato dal fatto che la moneta elettronica deve essere riscattabile in qualsiasi momento al valore nominale, senza alcun limite

⁷⁹⁰ Pertanto, i criteri "valore monetario", "sotto forma di credito", "a fronte del pagamento di una somma di denaro" e "per effettuare operazioni di pagamento con esso" sono tutti strettamente correlati e si riferiscono a crediti monetari nei confronti di un emittente, che sono indicati nei suoi libri contabili sul lato del passivo - così come i depositi nel senso di attività di raccolta di depositi.

⁷⁹¹ Vedi in dettaglio il capitolo II.2.9.

⁷⁹² Vedi capitolo II.2.7.8.

⁷⁹³ Vedi capitolo II.2.4.7.

minimo di riscattabilità.⁷⁹⁴ Ciò solleva la questione dell'utilità delle piazze di negoziazione multilaterali per la moneta elettronica - la moneta elettronica, o il credito sottostante, deve essere rimborsabile in qualsiasi momento alla pari dall'emittente. Allora perché qualcuno dovrebbe pagare più o meno del corrispondente valore nominale per la moneta elettronica se la moneta elettronica deve essere sempre riscattata al valore nominale e quindi non è soggetta a volatilità e non è nemmeno adatta a scopi di risparmio, ma serve soprattutto per eseguire operazioni di pagamento?⁷⁹⁵ Almeno un motivo potrebbe risiedere, ad esempio, nelle operazioni di speculazione sui cambi. Tuttavia, poiché il credito è nei confronti dell'emittente e quest'ultimo deve rimborsare il valore nominale, anche il creditore del credito (detentore di moneta elettronica) può venderlo a suo piacimento. Ciò non pregiudica l'obbligo dell'emittente di consegnare il corrispondente valore nominale alla persona autorizzata a disporre della moneta elettronica in cambio del riscatto o del rimborso della moneta elettronica.⁷⁹⁶

⁷⁹⁴ Considerando 18 della direttiva sulla moneta elettronica.

⁷⁹⁵ Corte EFTA del 30.05.2018 su E-9/17.

⁷⁹⁶ Cfr. l'art. 11, paragrafi 1 e 2, della direttiva sulla moneta elettronica e l'art. 44 del Trattato CE sull'emissione e il rimborso della moneta elettronica al valore nominale. Cfr. anche la sentenza della Corte di giustizia EFTA del 30 maggio 2018 nella causa E-9/17 tra Edmund Falkenhahn AG e l'Autorità per il mercato finanziario del Liechtenstein, <https://eftacourt.int/download/9-17-judgment/?wpdmdl=1805>. Nel caso specifico, le unità di conto denominate "Mondo" e "Denaro" dovrebbero essere emesse contro valute legali, per cui il valore delle unità di conto dovrebbe essere fatto dipendere dal valore di mercato dell'oro. I fondi dei clienti dovrebbero essere garantiti investendo in oro. Di conseguenza, ciò è in contraddizione con la direttiva sulla moneta elettronica, poiché, come spiegato, la moneta elettronica è rimborsabile in qualsiasi momento al valore

Nel caso di una tale convergenza di interessi in relazione alla moneta elettronica o ai gettoni che rappresentano la moneta elettronica, si pone la questione se ciò soddisfi la definizione di distribuzione della moneta elettronica. Oltre agli stessi emittenti di moneta elettronica, solo i loro agenti o persone ai sensi dell'art. 14 cpv. 1 CEG possono⁷⁹⁷ effettuare tale distribuzione.⁷⁹⁸ Mentre l'emissione di moneta elettronica, ossia l'emissione di valori monetari sotto forma di unità di conto memorizzate elettronicamente o magneticamente contro pagamento anticipato di importi monetari, è riservata a un emittente (il credito corrispondente

nominale e, inoltre, l'oro non è un bene sicuro a basso rischio o un bene liquido sicuro.

⁷⁹⁷ Si veda la definizione di cui all'art. 14, n. 2, ECG "*è vietata l'emissione di moneta elettronica tramite agenti o persone di cui al paragrafo 1*", che suggerisce che le persone di cui all'art. 14, n. 1, ECG non sono agenti; gli agenti sono caratterizzati dal fatto che possono distribuire e/o riscattare moneta elettronica e altri servizi di pagamento per conto di un istituto di moneta elettronica (art. 3, n. 1, lett. e), ECG). Oltre a ciò, importanti compiti operativi - tra cui il riscatto e/o la distribuzione di moneta elettronica - possono essere esternalizzati. L'esternalizzazione di importanti compiti operativi di un emittente di moneta elettronica non può essere effettuata in modo tale che la qualità del controllo interno e le attività di vigilanza della FMA siano materialmente compromesse (art. 13 LCA). Si raccomanda di stipulare per iscritto un chiaro accordo sui diritti e gli obblighi tra l'istituto di pagamento e il prestatore di servizi. La distinzione tra le attività degli agenti e l'esternalizzazione di importanti compiti operativi è stata disciplinata in modo più comprensibile nell'articolo 15 della legge introduttiva alla legge bancaria austriaca in combinato disposto con gli articoli 21 e 22 della legge austriaca sull'Autorità di vigilanza sui servizi finanziari (öZaDiG) rispetto al Liechtenstein, dove è subito evidente che queste attività sono diverse.

⁷⁹⁸ Articolo 14 e articolo 5, paragrafo 2, lettera a), del trattato CE in combinato disposto con l'articolo 7, paragrafi da 4 a 6, e l'articolo 25 ZDG.

è registrato nei libri contabili dell'ente emittente), la distribuzione è possibile anche tramite agenti. La⁷⁹⁹ distribuzione, invece, si basa sul riscatto, la rivendita al pubblico, il riscatto su richiesta di un cliente di moneta elettronica, o il rabbocco di prodotti di moneta elettronica o la fornitura di un canale di distribuzione di moneta elettronica.⁸⁰⁰ La mera corrispondenza o l'unione di interessi relativi alla moneta elettronica su una piattaforma non rientra quindi nella definizione ristretta di distribuzione. Inoltre, è una caratteristica degli agenti e di altre persone attribuibili (agenti ausiliari) il fatto che essi forniscono servizi di pagamento per conto dell'emittente. Un emittente di moneta elettronica è responsabile anche delle azioni dei suoi agenti e di altre persone attribuibili.⁸⁰¹ Tuttavia, i terzi devono essere liberi di vendere il denaro elettronico (crediti) che hanno acquistato per proprio conto e a proprio rischio.⁸⁰² Va tuttavia osservato che, con l'integrazione parziale della

⁷⁹⁹ *Muri*, Distribuzione di moneta elettronica tramite terzi, outsourcing e agenti a *Vonkilch* (a cura di), Commento alla legge sulla moneta elettronica 2010, § 15 Rz 3 (pag. 213).

⁸⁰⁰ *Muri*, Distribuzione di moneta elettronica tramite terzi, outsourcing e agenti a *Vonkilch* (Hrsg), Commento alla legge sulla moneta elettronica 2010, § 15 Rz 5 f (S 213 f.)

⁸⁰¹ Art. 15 EGG come *lex specialis* al § 44 Divisione finale PGR.

⁸⁰² Secondo il diritto civile, ciò costituisce un'acquisizione o una cessione sinallagmatica di un credito e non è una disposizione, un trasferimento o un ritiro di una somma di denaro da parte dell'ordinante o del beneficiario. Tale operazione non costituisce un'operazione di pagamento, in quanto l'importo di denaro (il credito) è acquisito dal pagatore o dal beneficiario. In assenza di un'operazione di pagamento, non viene fornita alcuna prestazione di pagamento (inclusa la prestazione di avvio del pagamento); cfr. art. 4 cpv. 1 n. 54 e n. 40, n. 39, n. 41 ZDG in combinato disposto con l'art. 2 cpv. 2 ZDG. Cfr. anche la definizione di uffici di cambio di cui all'art. 2 cpv. 1 lett. 1 DDA nella versione

quinta direttiva sul riciclaggio di denaro nell'acquis del SEE e con l'attuazione nazionale di questo atto giuridico nel Liechtenstein, un cambio di moneta elettronica contro altra moneta fiat o un cambio di moneta fiat come la moneta elettronica contro le valute virtuali costituisce l'attività di un bureau de change.⁸⁰³

427 Allo stesso modo, deve essere possibile riunire gli interessi relativi alla moneta elettronica senza⁸⁰⁴ essere qualificato come agente o altra persona attribuibile, tanto più che, come spiegato sopra, ciò non costituisce nemmeno un'attività di vendita orientata alla vendita. Anche nel caso di una vendita in tale scenario, deve essere lasciato all'entità venditrice il compito di farlo a proprio rischio e a proprio nome e non a nome dell'emittente.

428 Mentre la mera fusione degli interessi di acquisizione e di cessione per quanto riguarda la moneta elettronica non appare problematica dal punto di vista prudenziale, il regolamento effettivo di tali operazioni è un servizio di pagamento. In tale liquidazione, le parti sono trasferite, da un lato, monete a corso legale o valute virtuali e, dall'altro, fondi (e-

modificata dalla LGBI 2009.047, che si basa in gran parte sul considerando 8 della 5a direttiva ARC. La disposizione relativa allo scambio di moneta elettronica con altra moneta fiat o valute virtuali sarebbe altrimenti obsoleta se ciò costituisse comunque un'operazione di pagamento e quindi un servizio di pagamento ai sensi della DDA.

⁸⁰³ Vedi nota marginale 424 e capitolo II.2.9.

⁸⁰⁴ Tali persone devono essere identificabili presso un istituto di moneta elettronica e comunicare la loro rappresentanza a terzi.

money).⁸⁰⁵ A partire dal PSD II, l'eccezione per gli agenti commerciali è stata limitata in quanto essi non possono rappresentare contemporaneamente sia il lato acquisto che il lato vendita, ma un agente commerciale può agire solo per conto del pagatore o del beneficiario, non per entrambi.⁸⁰⁶

Successivamente, sarà necessario analizzare, sulla base del caso 429 "Tether", che è stato corteggiato dai media ed è di rilevanza pratica, se la moneta stabile USD Tether (USDT) rappresenta la moneta elettronica, come spesso si incontra come controparte delle coppie di negoziazione sulle piattaforme di trading per i token.⁸⁰⁷ Ai fini di questa analisi, la natura giuridica del legame dovrebbe essere discussa in modo più dettagliato. Tether è stato o è in corso di emissione su base continuativa da parte di Tether Limited, Hong Kong.⁸⁰⁸ I termini e le condizioni di Tether Limited prevedono che Tether sia coperto al 100% dalla Riserva Tether. Ad esempio, se l'USDT viene acquistato da Tether Limited, è vincolato 1:1 al dollaro USA. In caso di acquisto di USDT

⁸⁰⁵ Trasferimento di fondi come operazione di pagamento ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 54, ZDG. Anche il trasferimento di moneta elettronica acquistata su un sistema multilaterale tramite gettoni costituisce un servizio di pagamento, in quanto si tratta di un importo monetario ai sensi della ZDG.

⁸⁰⁶ BuA 2019/11, pag. 36 s; considerando 11 PSD II. Quando un agente commerciale agisce per conto di un pagatore e di un beneficiario, l'esenzione può essere mantenuta solo se l'agente commerciale non controlla in alcun momento i fondi del cliente. Questa eccezione sarebbe ipotizzabile per un agente commerciale e un prestatore di servizi di iniziazione al pagamento ai sensi dell'art. 4 cpv. 1 Z 40 e 39 in combinato disposto con l'art. 2 cpv. 2 lett. e ZDG.

⁸⁰⁷ Ad esempio sulla piattaforma <https://www.bitpanda.com/de> gestita dall'austriaca Bitpanda GmbH, chiamata il 15.09.2019, 18:11.

⁸⁰⁸ <https://tether.to/contact-us/>, accessibile il 29 luglio 2019, 17:45 p.m.

100,00, Tether Limited deterrà riserve per un valore di USD 100,00 al fine di mantenere questi token il più stabile possibile o di garantire il riscatto.⁸⁰⁹ Lo stesso è possibile anche con l'Euro, quindi l'Euro Tether (EURT) di nuova emissione può essere acquistato aggiungendo l'Euro in un rapporto di 1:1. Inoltre, Tether Limited è contrattualmente obbligata a riscattare il Tether emesso, con la conseguenza che Tether Limited si riserva il diritto di privilegiare un "riscatto" di Tether e generalmente esclude Tether Limited dalla responsabilità per eventuali svantaggi in relazione al riscatto.⁸¹⁰

⁸⁰⁹ Il valore di Tether non è il valore intrinseco del token stesso (nel senso di un token o di un software come merce), ma il requisito di scambiare il token con il corrispondente valore equivalente. I Tether vengono anche distrutti "bruciando" quando vengono ripresi, vedi *Valera*, Tether Burns Half A Billion USDT Coins In An Act Of Redemption, 25.10.2018, <https://www.cryptomonedaseico.com/en/news-en/tether-burns-half-a-billion-usdt-coins-in-an-act-of-redemption/>, visitato il 29.07.2019, 18:39.

⁸¹⁰ <https://tether.to/legal/> in der Fassung vom 26.02.2019, aufgerufen am 29.07.2019, 17:46 - insb Klausel 3 "About Tether Tokens; General Restrictions" e Klausel 14.8 "Limitation of Liability & Release"; vgl auch <https://tether.to/>, aufgerufen am 15.03.2019, wonach es heisst wie folgt: "Ogni tether è sempre coperto al 100% dalle nostre riserve, che includono la valuta tradizionale e gli equivalenti di cassa e, di volta in volta, possono includere altre attività e crediti da prestiti effettuati da Tether a terzi, che possono includere entità affiliate (collettivamente, "riserve")", während dieselbe Seite am 19.02.2019 noch verlautbarte: "Ogni tether è sempre coperto 1 a 1, con la valuta tradizionale detenuta nelle nostre riserve", während dieselbe Seite am 19.02.2019 noch verlautbarte: "Ogni tether è sempre coperto 1 a 1, con la valuta tradizionale detenuta nelle nostre riserve. Quindi 1 USD ₹ è sempre equivalente a 1 USD." "<https://web.archive.org/web/20190219054619/https://tether.to/> - vgl hierzu *Khatri*, 14.03.2019, 13:20, Tether Stablecoin dice che il suo USDT Stablecoin non può essere sostenuto da Fiat Alone, <https://www.coindesk.com/tether-says-its-usdt-stablecoin-may-not-be-backed-by-fiat-alone><https://www.coindesk.com/tether-says-its-its->

Sulla base di questa premessa formata, il tether rappresenta un valore monetario memorizzato elettronicamente. Questo valore deriva dal credito contrattuale nei confronti di Tether Limited (emittente) per la sostituzione del tether con il corrispondente importo in fiat money. Si può quindi affermare che il tether è emesso sotto forma di credito nei confronti dell'emittente (tether limited) per varie somme di denaro, in quanto l'emittente si è originariamente impegnato con Tether Limited senza restrizioni, e successivamente con restrizioni parziali, a riscattare (incondizionatamente) il tether. Collegando Tether al corso legale, è chiaro che Tether può essere utilizzato per regolare le transazioni di pagamento. Inoltre, esiste un'accettazione di Tether per l'esecuzione di tali operazioni di pagamento al di fuori dell'Emittente.⁸¹¹ 430

In conclusione, Tether sarebbe un modello per il regime della moneta elettronica dell'Unione. Come si evince dai considerando 13 e 18 della direttiva sulla moneta elettronica,⁸¹² l'accettazione di fondi non è un'accettazione di depositi o altri fondi rimborsabili, a condizione che la moneta elettronica sia emessa direttamente in cambio.⁸¹³ "È quindi una logica conseguenza della finzione legislativa della delimitazione 431

usdt-stablecoin-may-not-be-backed-by-fiat-alone, aufgerufen am 07.10.2019, 20:58.

⁸¹¹ L'adempimento dell'ultimo elemento della moneta elettronica, l'accettazione da parte di persone diverse dall'emittente, è assunto sulla base della notorietà; cfr. anche la piattaforma di negoziazione per i token elencati in FN 807, sulla quale viene accettato il tether.

⁸¹² Cfr. anche la delimitazione di cui all'art. 3 cpv. 3 lett. a LBN.

⁸¹³ *Lintner*, Legge federale sull'emissione di moneta elettronica e sull'assunzione, l'esercizio e la sorveglianza delle attività degli istituti di moneta elettronica a *Vonkilch* (a cura di), Commento alla legge sulla moneta elettronica 2010, § 1, nota a margine 11 (pag. 45).

dell'attività di deposito che l'effettiva emissione di un valore monetario sotto forma di credito si basa sulla natura incondizionata del credito o del credito di rimborso.⁸¹⁴ Se esiste una richiesta di rimborso incondizionata di importi monetari, è logico che vi sia una corrispondente richiesta di prestazione (in particolare una richiesta di rimborso). Se, tuttavia, l'operazione di deposito può essere eliminata con un accordo contrattuale su una richiesta di rimborso meramente condizionale, ciò deve valere a maggior ragione per l'operazione di moneta elettronica. Non c'è spazio anche per l'argomentazione che il valore monetario sotto forma di credito in relazione al regime della moneta elettronica si riferisce alle operazioni di pagamento e che la preoccupazione principale non è un obbligo incondizionato a rimborsare i fondi dati, poiché in questo caso anche la maggior parte dei voucher (elettronici) dovrebbe essere qualificata come moneta elettronica, a meno che non si applichi un'eccezione alla rete limitata. In questo caso, tali buoni dovrebbero anche essere riscattabili, in quanto attuerebbero il regime della moneta elettronica in modo non corretto - una tale interpretazione è tuttavia insostenibile; il credito nei confronti di un emittente per il valore monetario (cioè la moneta elettronica) non può quindi essere sottratto dalla richiesta di rimborso della somma di denaro restituita (in cambio del valore monetario). Se tuttavia si tratta di moneta elettronica, le autorità di vigilanza stabiliscono che il riscatto della moneta elettronica deve essere soggetto a condizioni rigorose e non può essere limitato - né in ter-

⁸¹⁴ Cfr. art. 44 cpv. 1 e 2 ECG, secondo il quale la moneta elettronica deve essere rimborsata dall'emittente al valore nominale in qualsiasi momento su richiesta.

mini di tempo né in termini di importo. Ogni tether è garantito dal valore nominale pagato⁸¹⁵ e non vi è alcuna richiesta di rimborso condizionato.

È tuttavia essenziale che la legge sulla moneta elettronica e la direttiva 432 sulla moneta elettronica, in base alla quale la legge sulla moneta elettronica è stata recepita nel diritto nazionale, siano destinate a consentire agli istituti di moneta elettronica di intraprendere, perseguire e sorvegliare le loro attività. Il campo di applicazione della legge sulla moneta elettronica si estende quindi esclusivamente all'emissione commerciale di moneta elettronica da parte di emittenti di moneta elettronica.⁸¹⁶ Gli emittenti di moneta elettronica sono principalmente istituti di moneta elettronica e banche.⁸¹⁷ Tuttavia, poiché la moneta elettronica basata sulla legislazione dell'UE esiste legalmente solo nell'UE e nel SEE, sono coperti solo gli emittenti di moneta elettronica che emettono moneta elettronica nel SEE e nell'UE. Al contrario - e più precisamente - la limitazione dell'attività di emissione di moneta elettronica, disciplinata principalmente dalla direttiva sulla moneta elettronica, agli istituti di credito CRR e agli istituti di moneta elettronica implica implicitamente il campo di applicazione locale della direttiva sulla moneta elettronica, che copre il territorio dell'UE/SEE per

⁸¹⁵ Vedi Rz 429.

⁸¹⁶ Articoli 1 e 2, paragrafo 1, della direttiva sulla moneta elettronica; articolo 1, paragrafo 1, della direttiva sulla moneta elettronica; cfr. anche il capitolo II.2.7.1.

⁸¹⁷ Articolo 3, paragrafo 1, lettera c) ECG; articolo 1, paragrafo 1, lettere a) e b) della direttiva sulla moneta elettronica.

quanto riguarda l'emissione di moneta elettronica, in quanto i suddetti istituti possono essere autorizzati solo in questo territorio.⁸¹⁸

- 433 Di conseguenza, la moneta elettronica può essere emessa solo nell'UE e nel SEE. Nel caso di una costellazione con punti vendita nel SEE o nell'UE che agiscono per conto di un emittente (straniero), l'emissione avrà comunque luogo nell'area UE o nel SEE. Nel caso di Tether, tuttavia, si presume che Tether Limited o le entità ad essa attribuibili non effettueranno un'emissione nell'UE o nello SEE. Anche se tether soddisfa quindi fundamentalmente tutti gli elementi e le caratteristiche della moneta elettronica, tether limited opera al di fuori di quest'area geografica ed emette tether in una giurisdizione che probabilmente non ha familiarità con la moneta elettronica.⁸¹⁹ Di conseguenza, ciò esclude anche il campo di applicazione materiale, in quanto si basa su un credito nei confronti dell'emittente di moneta elettronica. Tuttavia, dal punto di vista del Liechtenstein, la Tether Limited con sede a Hong Kong non è un emittente di moneta elettronica ai sensi del diritto comunitario. Poiché la direttiva sulla moneta elettronica, come spiegato in precedenza, riguarda solo l'emissione di moneta elettronica, l'ulteriore distribuzione di un token, che in linea di principio costituirebbe moneta elettronica se fosse stata emessa nell'UE o nel SEE, da una società terza nell'UE o nel SEE - che non è associata all'emittente - non è

⁸¹⁸ Vedi capitolo II.2.7.1.

⁸¹⁹ In linea di principio, tuttavia, se la moneta elettronica viene negata, occorre fare in modo che un'operazione di deposito non sia comunque stabilita in conformità con la rispettiva giurisdizione straniera, poiché queste sono di natura simile come spiegato in precedenza.

coperta dalla vigilanza. In⁸²⁰ breve, il tether non costituisce moneta elettronica (autorizzata) ai sensi della Direttiva sulla moneta elettronica o della Legge sulla moneta elettronica (ma richiederebbe un'autorizzazione solo se emessa nell'UE o nello SEE) e il commercio di tale moneta elettronica non autorizzata (bilaterale e/o multilaterale) da parte di una società separata e indipendente nel Liechtenstein non fa scattare l'obbligo di autorizzazione.⁸²¹

2.7.7 Conclusione dell'azione bilaterale e multilaterale sulla moneta elettronica

Il trading proprietario di moneta elettronica o di gettoni che rappresentano la moneta elettronica è difficile da distinguere dalla distribuzione di moneta elettronica. In base all'articolo 2, paragrafo 1, n. 3, lettera g), della quinta direttiva antiriciclaggio, il cambio di denaro fiat (ossia di moneta elettronica) con monete virtuali è un servizio di bureau de change soggetto a due diligence, ma non necessariamente un servizio di pagamento; il credito sottostante che rappresenta la moneta elettronica viene trasferito mediante cessione. Anche la distribuzione della moneta elettronica è a volte difficile da distinguere dall'emissione di moneta elettronica, in quanto l'emissione di moneta elettronica è determinata da chi è il credito derivante dall'emissione di moneta elettronica che appare sui libri contabili.⁸²² Quando un agente di

434

⁸²⁰ Almeno se non diversamente regolato a livello nazionale. Una distribuzione del tether nel Liechtenstein non deve essere regolamentata per i motivi indicati.

⁸²¹ Almeno nella misura in cui tale Stablecoin non è uno strumento finanziario. Si veda il capitolo II.2.2.2 legge bancaria tedesca (KWG) per questo e per il commercio in proprio della moneta elettronica come servizio finanziario.

⁸²² Muri, Vertrieb von E-Money über Dritte, Auslagerung und und Agents in Vonkilch (Hrsg), Commentary on the E-Money Act 2010, § 15 Rz 6 (p. 214).

vendita agisce per conto e a rischio di un emittente di moneta elettronica, l'emittente emette la moneta elettronica direttamente; è inoltre vietato l'esternalizzazione dell'emissione di moneta elettronica o l'emissione da parte di agenti.⁸²³ Tuttavia, la distribuzione ai sensi della direttiva sulla moneta elettronica o della LCE, come indirettamente implica il nome, viene sempre effettuata per conto di un emittente di moneta elettronica ed è consentita da persone ai sensi dell'art. 14 cpv. 1 LCE o da agenti a cui si applicano le relative disposizioni. Tuttavia, il commercio a proprio nome di moneta elettronica (distribuzione a proprio nome) non costituisce un'attività che richiede un'autorizzazione come istituto di moneta elettronica o di pagamento.⁸²⁴ Ciò è in contrasto con la Germania, dove la KWG⁸²⁵ stabilisce che le unità di conto devono essere considerate strumenti finanziari; questa classificazione secondo il diritto tedesco sembra portare a una concorrenza contraddittoria tra moneta elettronica e strumenti finanziari quando, ad esempio, la moneta elettronica gettonata viene venduta nel commercio per conto proprio, per il quale sembrerebbe quindi appropriata una licenza come istituto finanziario.⁸²⁶

435 Anche il commercio principale di moneta elettronica (gettonata) non sembra essere problematico secondo il diritto del Liechtenstein, poiché anche in questo caso il contraente o il gestore di una tale piattaforma di

⁸²³ Gerhartinger, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in Vonkilch (Hrsg), Commentary on the E-Money Act 2010, Rz 52 (p 30 f).

⁸²⁴ Terlau in Casper/Terlau (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, § 1a ZAG, Rz 110 f.

⁸²⁵ Cfr. § 1 comma 11 n. 7 LCSL - "Unità di conto".

⁸²⁶ Terlau in Casper/Terlau (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, § 1a ZAG, Rz 111.

negoziazione agisce come controparte centrale e quindi agisce a proprio nome e per proprio conto. Una piattaforma di negoziazione per la moneta elettronica (gettonata), di fatto strutturata a livello multilaterale, in cui l'operatore agisce come intermediario privo di rischio e si limita a riunire gli interessi di acquisizione e di cessione relativi alla moneta elettronica, non pone problemi neanche dal punto di vista della vigilanza. Tuttavia, se tale intermediario esegue anche l'esecuzione del contratto (regolamento), ciò costituisce un servizio di pagamento soggetto ad autorizzazione, poiché in tale transazione hanno corso legale da un lato e i fondi (moneta elettronica) dall'altro vengono talvolta trasferiti. Tale negoziazione di moneta elettronica non è in conflitto con il diritto di riscattare la moneta elettronica al valore nominale, in quanto il credito nei confronti dell'emittente rimane invariato; cambia solo il titolare del credito. Dall'implementazione del PSD II, l'eccezione dell'agente commerciale non può più essere utilizzata se qualcuno agisce come agente commerciale o intermediario ai sensi dell'ADHGB in vigore nel Liechtenstein sia per il venditore che per l'acquirente. Nel caso della fornitura commerciale delle suddette transazioni relative alla moneta elettronica, può talvolta esistere un vero e proprio factoring, ma ciò non richiede una licenza ai sensi del diritto del mercato finanziario nel Liechtenstein (a differenza dell'Austria, dove sia il factoring vero e non vero è qualificato come attività bancaria).

Il concetto di moneta elettronica non comprende gli strumenti monetari 436 che, pur rappresentando in linea di principio la moneta elettronica se emessa nell'UE/SEE, sono emessi in paesi terzi che non hanno familiarità con il regime della moneta elettronica. Di conseguenza, la negoziazione o la commercializzazione di tali gettoni da parte di terzi, vale a

dire di società non associate all'emittente, non fa scattare l'obbligo di licenza ai sensi del diritto dei mercati finanziari nel Liechtenstein.

- 437 Un esempio di tale gettone di moneta elettronica che non necessita di autorizzazione è lo Stablecoin Tether. Ciò soddisfa sostanzialmente tutti i requisiti della moneta elettronica, poiché esiste un diritto di riscatto in qualsiasi momento al valore nominale; se Tether fosse emesso nell'UE o nel SEE, il suo specifico disegno costituirebbe semplicemente un'attuazione non corretta del regime della moneta elettronica.

2.7.8 Valore monetario - Revival della clausola della suoneria?

- 438 La moneta elettronica, con il suo valore monetario, è obbligatoriamente compensata con un credito denominato in denaro. La moneta elettronica è quindi anche moneta fiat, che deriva inevitabilmente dal considerando 8 della quinta direttiva sul riciclaggio di denaro, che tratta anche lo status quo per quanto riguarda l'attuale regolamentazione delle valute virtuali: *"I prestatori di servizi che facilitano lo scambio tra valute virtuali e moneta fiat (cioè i fornitori di servizi che facilitano lo scambio tra valute virtuali e moneta fiat). Le monete e le banconote dichiarate a corso legale e la moneta elettronica di un paese accettato come mezzo di cambio nel paese di emissione) e i fornitori di portamonete elettroniche non sono obbligati dall'Unione a segnalare attività sospette"*.⁸²⁷ Un token, che rappresenta quindi valute virtuali analoghe alla moneta di base, poiché ha un valore intrinseco dovuto ai dati o al software visualizzato e alla sua funzionalità, non può rappresentare la moneta fiat e quindi neanche la moneta elettronica. Il legislatore dell'Unione ha chiarito che le monete virtuali non rappresentano oggetti senza valore intrinseco (cioè la moneta fiat)

⁸²⁷ Considerando 8 della quinta direttiva ARC 2018/843.

che funzionano come mezzo di scambio - in questo caso sarebbe stato sufficiente utilizzare solo la moneta fiat. I gettoni, anche se non rappresentano di per sé alcun diritto, come il Bitcoin, non rappresentano denaro fiat. Ciò viene espressamente chiarito anche dal legislatore dell'UE nel considerando 10 della quinta direttiva GW: *"Le valute virtuali non vanno confuse con la moneta elettronica ai sensi della [direttiva sulla moneta elettronica], con il concetto più ampio di "fondi" ai sensi della [direttiva PSD II], con i servizi o le operazioni di pagamento ai sensi della [direttiva PSD II] o con le valute di gioco che possono essere utilizzate solo all'interno di un determinato ambiente di gioco. Sebbene le valute virtuali possano essere utilizzate frequentemente come mezzo di pagamento, possono essere utilizzate per altri scopi e possono avere applicazioni più ampie, come ad esempio come mezzo di scambio, investimento, prodotti per la conservazione del valore o per l'utilizzo nei casinò online"*.⁸²⁸ Al di fuori della direttiva sulla moneta elettronica, il legislatore europeo afferma quindi che le valute virtuali e la moneta elettronica si escludono a vicenda. I gettoni che si qualificano come valute virtuali non possono costituire moneta elettronica. Tuttavia, i gettoni non devono necessariamente rappresentare valute virtuali e possono effettivamente rappresentare la moneta elettronica, a condizione che questo sia l'intento; di conseguenza, la portata del regime della moneta elettronica in relazione ai gettoni è probabilmente molto limitata.

⁸²⁸ Considerando 10 della 5° Direttiva del Consiglio 2018/843; ai sensi dell'art. 3 n. 18 della 5° Direttiva del Consiglio 2018/843, le monete virtuali sono definite come: *"una rappresentazione digitale di un valore che non è stato emesso o garantito da una banca centrale o da un'autorità pubblica e che non è necessariamente legato a una moneta definita dalla legge e che non ha lo status legale di una moneta o di denaro, ma è accettato dalle persone fisiche o giuridiche come mezzo di scambio e che può essere trasmesso, memorizzato e scambiato elettronicamente"*.

439

Dies hat auch die EBA bereits vor langem erkannt: "VCs [Anm: Virtual Currencies] possono essere (i) trasferiti da un utente ad un altro tramite mezzi elettronici, (ii) memorizzati su un dispositivo elettronico o su un server e (iii) scambiati elettronicamente. [...] Lo scopo dell'abovedefinizione è quello di distinguere i VC dalla valuta (fiat) e, in particolare, dalla moneta elettronica come rappresentazione digitale di FC [Anm: Fiat Currency]. Nella teoria economica, la moneta svolge tre diverse funzioni: (1) un'unità di conto, (2) un mezzo di scambio e (3) un deposito di valore. In linea di principio, i CV possono potenzialmente svolgere una o più funzioni del denaro. Tuttavia, la definizione di VC di cui sopra riflette il fatto che queste funzioni non sono, almeno attualmente, comparabili in termini di qualità, e non sempre sono soddisfatte contemporaneamente o nella stessa misura. Inoltre, da un punto di vista normativo, l'inclusione del termine "valuta" nella denominazione "VC" è fuorviante in quanto implica la massima liquidità del bene, l'accettazione ampia o universale all'interno della sua geografia, nonché la scambiabilità con altre valute (virtuali e fiat), il che può non essere necessariamente il caso per ogni singolo schema di VC".⁸²⁹

440

Il concetto di valore monetario non è ulteriormente definito nella direttiva sulla moneta elettronica. Tuttavia, questo elemento è strettamente correlato agli altri elementi "sotto forma di credito nei confronti dell'emittente", "emesso contro pagamento di una somma di denaro" e "per effettuare operazioni di pagamento" e deve essere interpretato in modo restrittivo da un punto di vista teleologico. Di conseguenza, è evidente che un valore monetario si basa esclusivamente sul denaro nel senso della teoria

⁸²⁹ Parere dell'EBA sulle "valute virtuali", EBA/Op/2014/08, 04.07.2014, S. 12, <https://eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+su+Virtual+Currencies.pdf>.

economica dell'EBA come unità di conto, mezzo di scambio e riserva di valore, come sopra citato. La caratteristica del valore monetario può essere successivamente equiparata anche all'elemento "sotto forma di credito nei confronti dell'emittente" che sorge quando vengono accettati importi monetari ai sensi dell'EBA. In questo modo, viene dato un importo monetario, che si traduce in una richiesta di restituzione di questa stessa quantità di denaro e quindi determina il valore monetario sotto forma di credito, che viene memorizzato elettronicamente. Di conseguenza, questo valore monetario può essere utilizzato anche per l'elaborazione delle operazioni di pagamento, che a loro volta richiedono l'accantonamento, il ritiro o il trasferimento di un importo monetario; il valore monetario può quindi essere basato solo su un credito monetario.⁸³⁰ L'opinione sostenuta dal BaFin e una parte della dottrina tedesca, secondo la quale un valore monetario rappresenta qualsiasi tipo di mezzo di scambio, è quindi dogmaticamente errata e deve essere respinta anche secondo l'interpretazione del diritto nazionale orientata verso i requisiti del diritto europeo (interpretazione conforme alle direttive o al diritto comunitario). Ciò è tanto più vero in quanto l'attività di moneta elettronica costituisce in ultima analisi un'operazione di deposito che, per finzione legale, quando è legata a determinate condizioni (ai sensi del trattato CE), ha conseguenze diverse rispetto all'operazione di deposito ai sensi della legge bancaria; l'operazione di deposito si basa necessariamente sull'accettazione di fondi rimborsabili (incondizionatamente).⁸³¹

⁸³⁰ Cfr. art. 1 n. 4 della direttiva sulla moneta elettronica: "*La presente direttiva non si applica al valore monetario memorizzato sugli strumenti oggetto della deroga di cui all'articolo 3, lettera k), della*" PSD I. Il valore monetario può quindi riferirsi solo agli importi monetari con i quali è possibile effettuare il traffico dei pagamenti.

⁸³¹ Vedi in dettaglio il capitolo II.2.7.3.

441 Un valore monetario memorizzato elettronicamente ha una funzione probatoria e tale valore registra il credito nei confronti di un emittente da un lato e l'importo del credito monetario dall'altro.⁸³²

442 L'opinione che i gettoni come contenuto digitale rappresentino dati o software con un valore intrinseco o, a causa della loro classificazione come valute virtuali, non rappresentino denaro fiat, in combinazione con il considerando 6 della direttiva sulla moneta elettronica, parla in generale contro la sussunzione dei gettoni nel regime della moneta elettronica. Secondo questo considerando, il campo di applicazione della direttiva sulla moneta elettronica non è aperto ai beni monetari che possono essere utilizzati per acquisire beni o servizi digitali se un operatore o un emittente aggiunge un valore intrinseco aggiuntivo a un bene monetario, ad esempio *"sotto forma di strumenti di accesso, ricerca o trasmissione"*.⁸³³ Ciò presuppone inoltre che il *"bene o servizio possa essere utilizzato solo con un dispositivo digitale, come un telefono cellulare o un computer, e che il gestore del sistema o della rete di telecomunicazioni, digitale o informatico non agisca semplicemente come intermediario tra l'utente del servizio di pagamento e il fornitore dei beni o servizi"*.⁸³⁴ Ciò si potrebbe presumere se il pagamento venisse effettuato direttamente al gestore e non si instaurasse un rapporto debitore-creditore tra un utente e un fornitore di beni o servizi.

443

⁸³² Gerhartinger, la valutazione di diritto civile della moneta elettronica a *Vonkilch* (Hrsg), E-Money Act 2010, pag. 11 (pag. 28; nota a margine 46).

⁸³³ Considerando 6 della direttiva sulla moneta elettronica 2009/110.

⁸³⁴ Considerando 6 della direttiva sulla moneta elettronica 2009/110.

Questa eccezione al campo di applicazione del trattato CE e della direttiva sulla moneta elettronica, nota ⁸³⁵in Germania anche come clausola della suoneria, si applica ai beni o servizi digitali messi a disposizione dall'operatore. *"Se l'operatore è coinvolto almeno nella creazione di valore del prodotto, non è esclusivamente un intermediario e quindi l'eccezione è applicabile"*.⁸³⁶ In questo contesto, un operatore è coinvolto nella generazione di valore aggiunto se a un prodotto viene aggiunto un valore indipendente nel senso di una funzionalità aggiuntiva come un accesso, una ricerca o una possibilità di trasferimento menzionati nella direttiva sulla moneta elettronica. *"Pertanto, anche la semplice messa a disposizione della linea di comunicazione attraverso la quale il prodotto viene trasmesso può essere una tale aggiunta di valore aggiunto."*⁸³⁷

Tutto questo sembra applicarsi ai protocolli di rete basati su una catena a blocchi e un emittente che sviluppa una catena a blocchi o una piattaforma software può talvolta avvalersi di questa eccezione, soprattutto perché la semplice fornitura o lo sviluppo della tecnologia, che consente successivamente il trasferimento di token, deve rappresentare un valore aggiunto rispetto alla dottrina sopra citata. I gettoni hanno anche regolarmente funzioni aggiuntive che vengono loro attribuite dal loro emittente, ad esempio l'accesso a una piattaforma; anche in questo caso si può ipotizzare la creazione di valore aggiunto, che viene aggiunto a un gettone dal suo emittente. Di conseguenza, la tecnologia a catena di 444

⁸³⁵ Vedi *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann a Weilinger* (Hrsg), legge sui servizi di pagamento, § 2 ZaDiG, pag. 38 (nota a margine 51 mwN).

⁸³⁶ *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann a Weilinger* (Hrsg), legge sui servizi di pagamento, § 2 ZaDiG, pag. 38 f (nota a margine 51).

⁸³⁷ *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann a Weilinger* (Hrsg), legge sui servizi di pagamento, § 2 ZaDiG, pag. 39 (nota a margine 51).

blocco o le tecnologie correlate sembrano aver portato ad un silenzioso revival della clausola della suoneria, che toglie ulteriore terreno all'applicabilità del regime della moneta elettronica ai gettoni o alle valute virtuali.⁸³⁸ Il regime della moneta elettronica sembra essere in gran parte inadatto a regolamentare i gettoni, a meno che non sia anche l'effettiva intenzione di un emittente di emettere moneta elettronica sotto forma di gettoni. Tuttavia, ciò solleva la questione se i vantaggi della tecnologia decentralizzata possano essere conciliati con la regolamentazione della moneta elettronica o se, dal punto di vista economico, ciò non si traduca nel "peggiore dei due mondi".

2.8 Servizi di pagamento e modelli di business basati su token

445 La legge sui servizi di pagamento (ZDG), entrata in vigore⁸³⁹ il 1° ottobre 2019, è l'attuazione nazionale del PSD II.⁸⁴⁰ La ZDG è applicabile

⁸³⁸ Vgl auch EZB, Virtual Currency Schemes, Oktober 2012, S 16, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>, deren Aussagen im Kerngehalt in dieselbe Kerbe schlagen, wonach virtuelle Währungen von E-Geld zu differenzieren sind: "[...] una chiara distinzione dovrebbe essere fatta tra gli schemi di moneta virtuale e la moneta elettronica [...]. Sebbene alcuni di questi criteri [Anm: von E-Geld] siano soddisfatti anche dalle valute virtuali, c'è una differenza importante. Negli schemi di moneta elettronica il legame tra la moneta elettronica e il formato tradizionale della moneta è preservato e ha un fondamento giuridico, poiché i fondi immagazzinati sono espressi nella stessa unità di conto (per esempio dollari USA, euro, ecc.). Negli schemi di moneta virtuale l'unità di conto viene trasformata in un'unità di conto virtuale (ad es. Linden Dollars, Bitcoins)". Token bzw virtuelle Währungen können sohin einen spekulativen Kern bzw Anlagecharakter aufweisen, welcher wie ausgeführt dem Vorliegen von E-Geld widerspricht, da E-Geld weder Spar- noch Anlagezwecken dienen darf.

⁸³⁹ LGBI 2019.213.

⁸⁴⁰ Direttiva 2015/2236, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2015/2366/oj>.

alla fornitura commerciale di servizi di pagamento da parte di prestatori di servizi di pagamento.⁸⁴¹ I fornitori di servizi di pagamento sono banche o istituti di credito CRR, istituti di moneta elettronica e istituti di pagamento.⁸⁴²

⁸⁴¹ Art. 2 (1) ZDG; Art. 2 (1) PSD II.

⁸⁴² Art. 2 (3) ZDG; Art. 1 (1) PSD II. Ciò è dovuto al sistema di licenze a cascata. Pertanto, anche le banche e gli istituti di moneta elettronica possono effettuare servizi di pagamento; cfr. art. 5 cpv. 2 lett. a LEG).

I servizi di pagamento comprendono il traffico dei pagamenti⁸⁴³⁸⁴⁴, il traffico dei pagamenti, il traffico degli⁸⁴⁵strumenti di pagamento, le operazioni di⁸⁴⁶ rimessa del denaro e, a partire da PSD II, anche i servizi di avvio dei pagamenti e i servizi di informazione sul conto.⁸⁴⁷

447 Il servizio di avvio del pagamento è un servizio in cui l'utente di servizi di pagamento avvia, su richiesta, un ordine di pagamento su un conto

⁸⁴³ Art. 4 cpv. 1 comma 5 e 12 ZDG; servizi che consentono il versamento o il prelievo di denaro contante su o da un conto di pagamento, nonché tutte le transazioni necessarie per il mantenimento di un conto di pagamento.

⁸⁴⁴ Art. 4 cpv. 1 n. 45 ZDG (Z 46 leg cit. per l'esecuzione di un'operazione di pagamento in cui l'importo rilevante per l'operazione di pagamento è coperto da un credito); l'esecuzione di operazioni di pagamento - ossia il trasferimento, la messa a disposizione o il prelievo di fondi da parte del pagatore o del beneficiario (art. 4 cpv. 1 n. 54 ZDG) - compreso il trasferimento di fondi su conti di pagamento (art. 4 cpv. 1 n. 51 ZDG). Sono compresi i pagamenti pull (come gli addebiti diretti) e i pagamenti push (bonifici, ordini permanenti).

⁸⁴⁵ Emissione di strumenti di pagamento o acquisizione di strumenti di pagamento (accettazione e regolamento). Gli strumenti di pagamento sono definiti come strumenti o procedure personalizzate concordate tra l'utente dei servizi di pagamento e il prestatore di servizi di pagamento per l'emissione di ordini di pagamento (art. 4 cpv. 1 n. 48 ZDG, art. 4 n. 14 PSD II). Non è richiesto alcun elemento fisico e anche il PIN, la firma o il PIN e il TAN possono costituire una procedura personalizzata e quindi uno strumento di pagamento.

⁸⁴⁶ Art. 4 comma 1 n. 17 ZDG; Art. 4 n. 22 PSD II. Un servizio di pagamento in cui non è stato creato un conto di pagamento. La somma di denaro di un pagatore viene trasferita a un prestatore di servizi di pagamento che agisce per conto del beneficiario.

⁸⁴⁷ Art. 2 (2) ZDG; Art. 4 n. 3 in combinato disposto con l'allegato I PSD II.

di pagamento detenuto presso un altro prestatore di servizi di pagamento.⁸⁴⁸ Per quanto riguarda i gettoni, questa disposizione può essere rilevante per un operatore di una piattaforma di trading per i gettoni se desidera consentire ai suoi clienti, tramite una banca integrata nel modello di business, di detenere depositi al fine di acquisire gettoni con loro su una piattaforma di trading. Se il gestore della piattaforma di trading inoltra i corrispondenti ordini di pagamento per conto dei clienti, ciò costituisce un servizio di trigger di pagamento.⁸⁴⁹ Se non viene attivato alcun ordine di pagamento, ma solo informazioni sul saldo del conto, ad esempio, all'interno della piattaforma, non esiste un servizio di avvio del pagamento, ma esiste un servizio di informazioni sul conto.⁸⁵⁰ I servizi di informazione sui conti sono servizi online per la comunicazione di informazioni aggregate o consolidate sui conti di pagamento di un utente di servizi di pagamento.

Degna di nota è la regolamentazione del capitale minimo degli istituti di pagamento nella ZDG, che implementa la PSD II. A causa del cambio CHF/EUR modificato rispetto alla PSD I, questi sono stati effettiva- 448

⁸⁴⁸ Art 4 (1) Z 39 ZDG; Art 4 n. 15 PSD II. I prestatori di servizi di avvio del pagamento (PISP) forniscono al beneficiario la certezza che il pagamento è stato avviato in modo che il beneficiario possa immediatamente consegnare le merci o fornire il servizio (cfr. considerando 29 PSD II).

⁸⁴⁹ Tuttavia, l'eccezione dell'agente commerciale potrebbe potenzialmente essere utilizzata in questo caso, cfr. considerando 11 PSD II.

⁸⁵⁰ Art. 4 cpv. 1 n. 25 ZDG; art. 4 n. 16 PSD II (anche Account Information Service Provider; AISP). Questi fornitori di servizi consentono all'utente di avere una visione d'insieme della sua situazione finanziaria in tempo reale (considerando 28 PSD II).

mente dimezzati. Mentre il capitale minimo per gli istituti di pagamento⁸⁵¹ era di CHF 250'000.00 e di CHF 40'000.00 per gli istituti di pagamento⁸⁵² che forniscono servizi di trasferimento di denaro, il capitale minimo de lege lata è di CHF 125'000.00 per gli istituti di pagamento che forniscono servizi di pagamento ai sensi dell'art. 2 cpv. 2 lett. a, b e f fino a h ZDG e di⁸⁵³ CHF 20'000.00 per gli istituti di pagamento che forniscono solo trasferimenti di denaro.⁸⁵⁴ I prestatori di servizi di pagamento introdotti con PSD II richiedono un capitale minimo di CHF 50'000.00.⁸⁵⁵ I prestatori di servizi di informazione sul conto, invece, non necessitano di una licenza, ma sono semplicemente soggetti all'obbligo di registrazione presso la FMA e devono presentare un'assicurazione di responsabilità civile professionale o una garanzia equivalente.⁸⁵⁶

⁸⁵¹ La tassa per l'autorizzazione di un istituto di pagamento presso la FMA ammonta a CHF 30'000.00, mentre la tassa per la concessione o il rifiuto della registrazione di un fornitore di servizi d'informazione sul conto ammonta a CHF 15'000.00 (allegato 1 sezione A n. 1 lit i e n. 2b lit a della FMA). Inoltre, la tassa annuale per la vigilanza di base ai sensi dell'allegato 2, titolo I, sezione D dell'AMAA ammonta ad almeno CHF 20'000.00 e al massimo a CHF 120'000.00 (o a CHF 500'000.00 per gli istituti di pagamento con uffici di rappresentanza o succursali soggetti a vigilanza consolidata). Per i fornitori di servizi di informazione sul conto, la tassa di vigilanza è anch'essa di CHF 20'000.00 pa, ma al massimo CHF 80'000.00 per le succursali e gli uffici di rappresentanza esteri soggetti a vigilanza consolidata.

⁸⁵² Art. 11 ZDG come modificato dalla LGBl 2009.271.

⁸⁵³ Art. 10 cpv. 2 lett. c ZDG (modificato dalla LGBl 2019.213).

⁸⁵⁴ L'articolo 10, paragrafo 2, lettera a), in combinato disposto con l'articolo 2, paragrafo 2, lettera c, lettera c, ZDG.

⁸⁵⁵ Art. 10, paragrafo 2, lettera b) in combinato disposto con l'art. 2, paragrafo 2, lettera e) ZDG-

⁸⁵⁶ Art. 11 (1) e Art. 12 (1) illuminato m ZDG.

2.8.1 Forte autenticazione del cliente

Il considerando 107 della PSD II stabilisce che, al fine di garantire un'applicazione armonizzata della PSD II, la Commissione europea può incaricare l'ABE di elaborare standard tecnici di regolamentazione⁸⁵⁷ per l'autenticazione forte dei clienti al fine di garantire la sicurezza dei servizi di pagamento. L'autenticazione forte del cliente è un'autenticazione che tiene conto di almeno due elementi indipendenti dalle aree della conoscenza, della proprietà e dell'eredità.⁸⁵⁸ 449

I prestatori di servizi di pagamento sono tenuti a fornire un'autenticazione forte del cliente quando un pagatore accede al suo conto di pagamento online, avvia un'operazione di pagamento elettronico o agisce tramite accesso remoto in modo da creare un rischio di frode o altri abusi.⁸⁵⁹ 450

Sulla base dell'art. 98 PSD II, l'EBA, in collaborazione con la BCE, ha sviluppato gli standard tecnici di regolamentazione per l'autenticazione forte dei clienti.⁸⁶⁰ Questo RTS o il Del-VO è entrato in vigore il 451

⁸⁵⁷ Norme tecniche di regolamentazione; RTS.

⁸⁵⁸ Art 4 n. 30 PSD II; Art 4 (1) Z 34 ZDG. Un elemento di conoscenza può essere, ad esempio, una password o un PIN. L'elemento di possesso si basa sul potere di disporre di un utente, ad esempio su uno strumento di pagamento o su un dispositivo che genera un codice di autenticazione. L'elemento della proprietà, invece, si basa sull'eredità genetica e comprende, ad esempio, un'impronta digitale o il riconoscimento vocale. Si veda anche il Titolo I. Capitolo I.1.2 per quanto riguarda la "autenticazione a due fattori" abituale per le transazioni di gettoni sulla catena dei blocchi, che si riferisce anche a questi elementi.

⁸⁵⁹ Art. 97(1) PSD II.

⁸⁶⁰ RTS Del-VO 2018/389, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2018/389/oj.

14.03.2018.⁸⁶¹ Il PSD II è in vigore dal 13.01.2018; in assenza di una precedente decisione del Comitato misto SEE, esso è già stato attuato nel Liechtenstein secondo il diritto nazionale a partire dal 01.10.2019. Si⁸⁶² noti che le disposizioni sull'autenticazione forte del cliente non entreranno in vigore prima di 18 mesi dopo l'entrata in vigore della RTS alla PSD II, il che significa che non entreranno in vigore per l'UE fino al 14 settembre 2019.⁸⁶³

452 I prestatori di servizi di pagamento devono generalmente implementare un meccanismo di monitoraggio delle transazioni che consenta di prendere in considerazione aspetti basati sul rischio, come l'importo di tutte le transazioni di pagamento, gli scenari di frode noti, i software di accesso utilizzati, i segni di infezione da malware e gli elementi di autenticazione utilizzati in modo improprio o rubati.⁸⁶⁴

453 Ai fini di un'autenticazione forte del cliente, devono essere adottate misure di sicurezza per garantire che un codice di autenticazione non possa essere falsificato, che elementi di conoscenza, possesso o eredità non possano essere derivati da un codice di autenticazione o che non possa essere generato un nuovo codice di autenticazione (reverse engineering).⁸⁶⁵

⁸⁶¹ Questo vale solo per l'area dell'UE. Per quanto riguarda il SEE, lo stato attuale è: "Atto adottato all'esame dell'EFTA-SEE".

⁸⁶² Art 115 (1) PSD II.

⁸⁶³ Art. 97 PSD II in combinato disposto con la disposizione di recepimento di cui all'art. 115 cpv. 4 PSD II. Cfr. anche l'art. 38, comma 2, del Regolamento Del 2018/389.

⁸⁶⁴ Articolo 2 del regolamento Del 2018/389.

⁸⁶⁵ Inoltre, secondo questa disposizione, l'autenticazione può essere concessa per un massimo di cinque minuti senza attività e può essere soggetta ad un

2.8.2 Esenzioni dall'autorizzazione secondo ZDG

Le eccezioni più rilevanti della ZDG⁸⁶⁶ per le imprese a catena di blocco sono trattate di seguito. Queste sono inevitabilmente le due principali applicazioni dell'eccezione rete limitata (rete limitata o soluzione shop-in-shop e scelta molto limitata), l'eccezione agente commerciale e l'eccezione relativa ai pagamenti interbancari in generale.⁸⁶⁷ 454

Una delle più importanti eccezioni del ZDG è quella delle reti limitate (circuito chiuso) secondo l'art. 3 comma 1 lit g (da Z 1 a Z 3) ZDG. Soprattutto nel caso di progetti a catena di blocco, l'eccezione per la limitazione geografica a uno Stato membro in Z 3 leg cit è meno rilevante a causa della sua onnipresente applicazione, ma gli altri due paragrafi sono tanto più significativi. L'ambito di applicazione della ZDG è escluso nel caso di servizi basati su strumenti di pagamento di uso limitato, (i) che autorizzano il titolare ad acquistare beni o servizi esclusivamente da una rete limitata di fornitori di servizi in base a un accordo commerciale con l'emittente (catena di vendita al dettaglio; franchising),⁸⁶⁸ (ii) che possono essere utilizzati solo per l'acquisto di 455

massimo di cinque tentativi consecutivi di autenticazione falliti; in seguito, le possibilità di azione ai sensi dell'art. 97 cpv. 1 DSP II devono essere temporaneamente o definitivamente bloccate.

⁸⁶⁶ Art. 3 (1) ZDG.

⁸⁶⁷ Art. 3 (1) illuminato I ZDG.

⁸⁶⁸ Se un servizio di pagamento basato su uno strumento di pagamento dà al titolare il diritto di acquistare beni o servizi solo presso un determinato rivenditore (soluzione shop-in-shop), anche questo costituisce un'eccezione alla ZDG. Cfr. a questo proposito il considerando 13 del PSD II. Cfr. anche l'opuscolo BaFin, Hinweise zum Zahlungsdienstenaufsichtsgesetz (ZAG), 22.12.2011, modificato da ultimo il 29.11.2017, P 3. j),

una selezione molto limitata di beni o servizi (gamma limitata).⁸⁶⁹ In seguito all'attuazione della PSD II nel Liechtenstein, l'affermazione di questa eccezione deve essere comunicata alla FMA in caso di superamento di un valore soglia nell'esecuzione di operazioni di pagamento con un valore complessivo superiore a 1 milione di franchi svizzeri nei 12 mesi precedenti e deve essere motivata.⁸⁷⁰ La FMA registra tali notifiche nel registro dei servizi di pagamento accessibile al pubblico e ne informa l'EBA.⁸⁷¹

456 Un'altra importante eccezione allo ZDG è la fornitura di operazioni di pagamento tra un pagatore e un beneficiario da parte di un agente commerciale che ha l'autorità contrattuale di negoziare o concludere un contratto per la vendita o l'acquisto di beni o servizi per conto del pagatore o del beneficiario.⁸⁷² Mentre sotto il regime della PSD I era possibile per un agente commerciale rappresentare sia il buyside che il

https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html

⁸⁶⁹ Art. 3 (1) lit g Z 2 ZDG; cfr. capitolo 2.7.3 mwN e ulteriori dettagli. Dal PSD I al PSD II, la limitazione è stata inasprita, il che si riflette anche nella terminologia. Pertanto, la selezione limitata di prodotti o servizi è stata ulteriormente limitata ad una selezione molto limitata. L'effetto di questo inasprimento nella pratica rimane discutibile; in generale, tuttavia, questa eccezione dovrà basarsi sul termine generico di diritto civile o su categorie di prodotti funzionalmente correlati.

⁸⁷⁰ Art. 3 (3) ZDG.

⁸⁷¹ Art. 3 (5) in combinato disposto con l'art. 16 ZDG e l'art. 3 (6) ZDG.

⁸⁷² Anche gli agenti commerciali o i broker devono avere un certo grado di discrezione nel negoziare o concludere un acquisto o una vendita di beni o servizi. Mentre il criterio della conclusione si riferisce ad un atto di volontà per la conclusione di una transazione legale, la caratteristica della negoziazione riguarda il contenuto della transazione, come in particolare il prezzo, la condizione, il

sellside, cioè il pagatore e il beneficiario, tale comportamento è stato interrotto con l'introduzione o l'attuazione nazionale della PSD II.⁸⁷³ Un agente commerciale può ora agire solo per una parte del contratto, ossia per il pagatore o il beneficiario, e può avvalersi di questa eccezione nella ZDG.⁸⁷⁴

Secondo l'ADHGB in vigore nel Liechtenstein, gli agenti di commercio 457 o i rappresentanti di commercio sono definiti come commercianti indi-

luogo di approvvigionamento, la parte contraente, ecc. Non vi è alcuna discrezionalità se la conclusione e le condizioni dell'operazione, così come la controparte, sono già state determinate e i fondi vengono semplicemente inoltrati; questa è la definizione di servizio di pagamento - cfr. BaFin, Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdienststeuergesetz, del 22.12.2011, modificata da ultimo il 29.11.2017, P 3. b)

⁸⁷³ Di conseguenza, l'eccezione dell'agente di commercio non può più essere utilizzata per le piattaforme di trading, cfr. BaFin, Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdienststeuergesetz, del 22.12.2011, modificata da ultimo il 29.11.2017, P 3. b).

⁸⁷⁴ Art. 3(1)(p) ZDG; cfr. considerando 11 PSD; cfr. anche BuA 2019/11, pag. 13 f; cfr. anche capitolo II.2.7.6 margine n. 428 Mentre il già citato BuA 2019/11 afferma apoditticamente che un agente commerciale che rappresenta entrambe le parti non può più rivendicare i vantaggi dell'esenzione, ciò non può essere dedotto dal PSD II in maniera così assolutistica. Il considerando 11 aE PSD II stabilisce che un agente commerciale può continuare ad agire sia per l'ordinante che per il beneficiario ai sensi di questa eccezione se non entra mai in possesso dei fondi dei clienti o non controlla i fondi dei clienti. Ciò può riferirsi solo a un prestatore di servizi di iniziazione al pagamento che agisce come agente commerciale per entrambe le parti al fine di negoziare e concludere una vendita di beni o servizi (ma non lo soddisfa per le parti); in generale, per quanto riguarda le eccezioni, va notato che qui viene aperto l'ambito di applicazione dello ZDG, ma non l'effettivo ambito di applicazione, motivo per cui non è richiesta alcuna autorizzazione.

pendenti ai quali viene costantemente affidato il compito di intermediare affari per gli imprenditori o di concludere affari per loro conto.⁸⁷⁵ È quindi concepibile che un agente commerciale accetti fondi da un imprenditore per il quale ha negoziato una transazione e, dopo aver negoziato o concluso un contratto, trasferisca tali fondi a un secondo imprenditore come controparte nel corso dell'adempimento del contratto. Per questo tipo di attività, un agente commerciale può - se dispone di poteri discrezionali al momento della negoziazione o della conclusione del contratto - invocare l'eccezione alla ZDG e non necessita quindi di un'autorizzazione come istituto di pagamento.⁸⁷⁶ Il termine "agente commerciale" utilizzato nella ZDG nel contesto della vigilanza è da interpretare in senso lato e, per il suo contenuto economico, comprende anche i broker commerciali e gli anziani. I⁸⁷⁷ broker commerciali svolgono fundamentalmente gli stessi compiti degli agenti commerciali, con la differenza che non sono incaricati della mediazione permanente degli affari, ma agiscono caso per caso e agiscono anche per i privati.⁸⁷⁸

2.8.3 Conclusione Eccezioni secondo ZDG ai sensi della PSD II

458 La ZDG prevede diverse eccezioni in cui non è richiesta un'autorizzazione come istituto di pagamento. Alcune di queste eccezioni sono rilevanti anche per l'EKG. Oltre all'eccezione dei servizi di pa-

⁸⁷⁵ Art 87 ADHGB.

⁸⁷⁶ *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann a Weilinger* (Hrsg), ZaDiG, § 2, nota a margine 20.

⁸⁷⁷ Vedi *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann a Weilinger* (Hrsg), ZaDiG, sezione 2, nota a margine 21.

⁸⁷⁸ Articolo 67 ADHGB.

gamento in relazione alle operazioni interbancarie (ad es. sistemi di pagamento o di gestione delle transazioni in titoli), l'eccezione più rilevante è quella delle reti limitate. In base a ciò, l'applicabilità della ZDG o dell'EKG è esclusa se i servizi si basano su strumenti di pagamento di uso limitato, che possono essere utilizzati solo per l'acquisto di beni o servizi da una rete limitata di fornitori di servizi che hanno un rapporto d'affari tra loro (catena di vendita al dettaglio; franchising; rete limitata). Anche i servizi basati su strumenti di pagamento che possono essere utilizzati per l'acquisto di beni o servizi da una gamma molto limitata di fornitori (gamma limitata) beneficiano dell'eccezione delle reti limitate. Si noti che, dopo l'attuazione della PSD II, questa eccezione deve essere comunicata all'autorità di vigilanza competente, nel Liechtenstein alla FMA, in caso di superamento delle operazioni di pagamento con un valore complessivo superiore a 1 milione di euro in 12 mesi (art. 37 cpv. 2 PSD II) o a 1 milione di franchi svizzeri in 12 mesi (art. 3 cpv. 3 ZDG). Occorre motivare quale eccezione viene effettivamente utilizzata. Queste eccezioni sono registrate nel registro pubblico nazionale dei servizi di pagamento e comunicate all'EBA.

Un'altra importante eccezione allo ZDG è quella degli agenti commerciali o dei rappresentanti di vendita e dei broker commerciali. Se, nel corso della negoziazione o dell'intermediazione di una transazione e della conclusione di una transazione, qualcuno trasferisce fondi per un solo pagatore o beneficiario (esecuzione della transazione), questa persona agisce come agente commerciale o intermediario commerciale per conto del pagatore o del beneficiario e può avvalersi dell'eccezione dell'agente commerciale della ZDG, il che significa che non è richiesta alcuna autorizzazione come istituto di pagamento per tali servizi. Nell'ambito della PSD II, a differenza della PSD I, non è più possibile

per un agente commerciale rappresentare sia il pagatore (buyside) che il beneficiario (sellside) in egual misura ai sensi dell'esenzione. Tuttavia, secondo il considerando 11 aE PSD II, un agente commerciale può continuare ad agire per conto sia dei pagatori che dei beneficiari in base all'eccezione dell'agente commerciale, a condizione che non detenga o controlli mai i fondi dei clienti; ciò può essere rilevante solo per i prestatori di servizi di pagamento che non detengono fondi dei clienti di per sé.

- 460 La differenza tra agenti commerciali e broker commerciali è che i primi sono costantemente incaricati di svolgere attività di intermediazione per gli imprenditori o di concludere transazioni per loro conto, mentre i broker commerciali o i senior svolgono gli stessi compiti in linea di principio, ma agiscono caso per caso e agiscono non solo per gli imprenditori ma anche per i privati.

2.9 Uffici di cambio secondo il GSP come modificato dalle LGBl 2009.047 e 2019.302

- 461 Ai sensi dell'art. 3 cpv. 3 lett. a DDA come modificato dalla LGBl 2009.047, gli uffici di cambio sono i⁸⁷⁹ cosiddetti "reporter", in quanto sono considerati come funzionari di diligenza che devono comunicare immediatamente per iscritto alla FMA del Liechtenstein l'inizio della loro attività commerciale. Gli uffici di cambio sono assegnati alla divisione interna della FMA per la prevenzione del riciclaggio di denaro e ad altri intermediari finanziari. Un ufficio di cambio valuta è definito

⁸⁷⁹ Questo capitolo si riferisce principalmente alla DDA come modificata dalla LGBl 2009.047, ovvero alla situazione giuridica relativa alla DDA prima dell'entrata in vigore della TVTG (DDA come modificata dalla BuA 2019/93), salvo diversa indicazione.

come una persona che scambia il corso legale o scambia il corso legale con monete virtuali o viceversa.⁸⁸⁰

L'ottavo considerando della quinta direttiva sul riciclaggio di denaro stabilisce che⁸⁸¹ in futuro la moneta elettronica dovrebbe essere coperta dagli uffici di cambio. Tuttavia, questa direttiva non è stata ancora attuata nel Liechtenstein, dove il comportamento effettivo di un ufficio di cambio è stato modificato per il cambio di moneta fiat e di valute virtuali, mentre nel Liechtenstein il corso legale è ancora utilizzato al posto della moneta fiat.⁸⁸² Dal considerando si evince chiaramente che la moneta elettronica è considerata denaro fiat. In⁸⁸³ questo contesto, si

⁸⁸⁰ Art. 2 cpv. 1 lit. 1 SPG; Con l'introduzione della TVTG si deve procedere a una separazione tra gli uffici di cambio per lo scambio di gettoni con corso legale da un lato e i fornitori di servizi di cambio di VT per lo scambio di gettoni contro altri gettoni o contro corso legale dall'altro (nel Foglio federale 2019/54, pag. 367 f, l'attenzione si è concentrata ancora sui gettoni di pagamento e sulle valute virtuali, a differenza di quanto previsto nel Foglio federale 2019/93). L'accento posto sulla moneta fiat secondo le disposizioni della 5a direttiva sul riciclaggio di denaro non viene quindi seguito nella TVTG, almeno non per definizione legale, e quindi il cambio di moneta elettronica con moneta a corso legale o virtuale non sembra essere coperto nel Liechtenstein; per gli operatori di piattaforme di commercio di monete e gettoni virtuali ai sensi dell'art. 2 cpv. 1 lett. zter SPG come modificato nella legge federale sul bilancio del 2019/93, si vedano le osservazioni nel capitolo II.2.5.4.

⁸⁸¹ Direttiva 2018/843, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2018/843/oj>.

⁸⁸² Ciò non è stato rispettato nemmeno con l'introduzione della TVTG, anche se le spiegazioni del governo affermano addirittura che la quinta direttiva sul riciclaggio di denaro è stata attuata in questo senso - BuA 2019/54, pag. 302.

⁸⁸³ Il denaro Fiat è solitamente definito come un oggetto che non ha alcun valore intrinseco, ma serve come mezzo di scambio. Questo vale per il corso legale.

pone anche la questione dell'importanza di aderire al concetto di moneta virtuale, poiché la moneta fiat è un mezzo di scambio senza valore intrinseco, che in questa forma, oltre al corso legale e alla moneta elettronica, potrebbe presumibilmente essere applicato anche ai Bitcoin e ai consorzi altrimenti compresi nelle valute virtuali, poiché l'attenzione per un elemento fisico della moneta fiat (nel senso di carta moneta) non sarà sostenibile se si tiene conto della moneta scritturale e della moneta elettronica. Il concetto di moneta virtuale sembra quindi prima vista ridondante, ma a ben guardare non può essere omissis. Le valute virtuali come il Bitcoin hanno un valore che va oltre il puro set di dati, che è determinato dall'usabilità e dalla funzionalità del protocollo Bitcoin; un Bitcoin può non rappresentare alcun diritto speciale, ma questo non significa che il Bitcoin non rappresenti nulla o nessun valore.⁸⁸⁴

Ad esempio, il franco svizzero è definito come franco del Liechtenstein come mezzo di pagamento solo in base alla legge sull'introduzione del franco svizzero (LGBI 1924.008). Tuttavia, un tale mezzo di pagamento deve essere considerato come (fiat) denaro solo dopo che è stato accettato come corrispettivo generale e di conseguenza utilizzato per il regolamento delle transazioni. Il suo valore è misurato, ad esempio, in base a fattori di stabilità del governo e alla forza dell'economia nazionale. La moneta Fiat si differenzia dalla moneta di base, che ha un valore intrinseco o intrinseco in aggiunta a un valore di scambio (ad esempio metalli preziosi come l'oro, o la cosiddetta moneta primitiva, come la moneta minerale, la moneta di conchiglia, la moneta di stoffa, ecc.) La moneta elettronica non ha un valore intrinseco, poiché il valore monetario si riferisce sempre ad un credito monetario, per cui la classificazione come moneta fiat è economicamente corretta.

⁸⁸⁴ Cfr. capitolo II.2.7.6, margine n. 424 con l'introduzione della TVTG, anche il cambio di valute virtuali tra di loro, che non era coperto prima dell'entrata in vigore della TVTG, rientrerà nell'ambito di applicazione della DDA come modificata dalla DDA 2019/93 come prestazione di un servizio di cambio VT. Il

De lege lata, il passaggio dalla moneta elettronica alla moneta a corso 463
 legale o alle valute virtuali nel Liechtenstein non rientra nella
 definizione legale di ufficio di cambio o di attività di un fornitore di
 servizi di cambio VT. Le valute virtuali sono valute crittografiche o get-
 toni memorizzabili, trasferibili e negoziabili elettronicamente, che sono
 una rappresentazione digitale di un valore, a condizione che questi get-
 toni siano utilizzati per acquisire beni o servizi (mezzi di scambio) o per
 memorizzare il valore e quindi assumano una funzione paragonabile
 di moneta a corso legale (funzione di mezzo di pagamento come il
 Bitcoin o l'etere), per cui una valuta virtuale non è stata emessa da
 un'autorità pubblica e non deve necessariamente essere collegata al
 corso legale.⁸⁸⁵

Inoltre, solo lo scambio di moneta a corso legale con altre monete a 464
 corso legale o lo scambio di moneta a corso legale in valute virtuali e
 viceversa è coperto da un'attività di ufficio cambi secondo la SPD come

concetto di fornitore di servizi di cambio VT va però oltre e comprende anche i
 gettoni che non rappresentano valute virtuali (cioè i gettoni che hanno un val-
 ore dovuto al software e alla tecnologia sottostante - cioè i contenuti digitali - o
 i gettoni che rappresentano il diritto reale su un oggetto). Per contro, il cambi-
 amento della moneta elettronica non è ancora coperto nel Liechtenstein, poiché
 si basa sul corso legale e non sulla moneta fiat (cfr. art. 2 cpv. 1 lit. q TVTG nella
 versione del Foglio federale 2019/93 e art. 2 cpv. 1 lit. l SPG nella versione del
 Foglio federale 2019/93).

⁸⁸⁵ BuA 2016/159, pag. 31 - le monete virtuali non sono "unità monetarie digitali"
 che possono essere scambiate con corso legale solo in misura estremamente
 limitata o che non sono affatto idonee allo scambio; cfr. la definizione di cui
 all'art. 3 n. 18 5 della direttiva CRA o all'art. 2, cpv. 1 lett. z a DDA come modi-
 ficato da BuA 2019/93.

modificata dalla LGBI 2009.047. La lacuna relativa allo scambio non regolamentato di gettoni contro altri gettoni (o valute virtuali tra loro) sarà colmata con l'introduzione del fornitore di servizi di scambio VT nella TVTG e questa attività sarà anche coperta dalla legge di vigilanza.⁸⁸⁶

- 465 In base a quanto sopra, va notato che gli uffici di cambio sono designati come parti contraenti per le operazioni di scambio (operazioni di scambio bilaterali contro i propri libri contabili). Nessuna attività di exchange office, tuttavia, costituisce un rapporto contrattuale multilaterale, ad es. nel caso di una piattaforma di negoziazione di gettoni

⁸⁸⁶ Cfr. art. 2 cpv. 1 lit r TVTG nella versione modificata dal 2019/54 - in questo contesto si è parlato anche dei cosiddetti gettoni di pagamento. Tuttavia, il progetto di introdurre ulteriori nuovi termini è stato respinto, il che è certamente favorevole alla comprensibilità e alla certezza del diritto. Tuttavia, la soluzione dei fornitori di servizi che scambiano fiat money ai tassi di cambio ufficiali, nonché valute virtuali o gettoni per altri gettoni e/o fiat money sembra essere fuori luogo. Per quanto riguarda il cambio di denaro fiat tra di loro, esiste un ufficio di cambio soggetto a registrazione ai sensi dell'art. 2 cpv. 1 lit. 1 in combinato disposto con l'art. 3 cpv. 3 lit. a GSP, come modificato dal BuA 2019/93, per il quale è richiesta anche una licenza commerciale, mentre per quanto riguarda il cambio di gettoni in cambio di gettoni o di denaro fiat, esiste un fornitore di servizi di cambio di VT soggetto a registrazione ai sensi dell'art. 2 cpv. 1 lit. q in combinato disposto con l'art. 12 cpv. 1 TVTG, come modificato dal BuA 2019/93. Ciò diventa ancora più acuto se si considera che per l'attività di un ufficio di cambio secondo l'allegato 2, titolo IV, sezione D, n. 2 della legge sulle AFG, il prelievo supplementare di vigilanza ammonta a CHF 40.- ma solo per le transazioni soggette all'obbligo di diligenza - mentre quello per l'attività di un fornitore di servizi di cambio di valuta secondo l'allegato 2, titolo VIII, sezione A, n. 2 della legge sulle AFG nella versione modificata dal Foglio federale 2019/93 ammonta allo 0,25 % del ricavo lordo e copre quindi tutte le transazioni.

(unlegislated o "unlegislated" in termini legali, le cosiddette crypto-exchanges o crypto exchange), in cui il gestore di una tale piattaforma di negoziazione si limita a fungere da intermediario privo di rischio e a riunire gli interessi di acquisto e di vendita di terzi per la stipula di un contratto.⁸⁸⁷

Infine, va notato che l'acquisto di gettoni in una vendita di gettoni o in un'offerta di gettoni non costituisce un'attività di scambio nel senso di un ufficio di scambio. Questo perché una tale transazione non costituisce una cambiale, ma un'emissione nel corso di un'emissione primaria o una vendita a seguito dell'offerta in vendita di contenuti digitali. 466

Gli uffici di cambio non hanno bisogno di un permesso, ma sono pienamente responsabili.⁸⁸⁸ Di conseguenza, gli uffici di cambio devono pagare una tassa di vigilanza alla FMA. Questa tassa ammonta a un minimo di CHF 500.00 e un massimo di CHF 100'000.00 all'anno, per cui la tassa supplementare oltre alla tassa di base ammonta a CHF 40.00 per ogni transazione soggetta a due diligence.⁸⁸⁹ 467

468

⁸⁸⁷ Tuttavia, il regolamento in moneta fiat (o, più strettamente, in importi monetari) fa scattare un servizio di pagamento, a meno che non vi sia un'eccezione, si veda il capitolo II.2.7.6 e il capitolo II.2.8.

⁸⁸⁸ Art. 3 cpv. 1 lit. f DDA.

⁸⁸⁹ Allegato 2, titolo IV, sezione D della FMAG

Ai sensi dell'art. 5 cpv. 2 lett. a e lett. g LDA, gli uffici di cambio devono adempiere gli obblighi di diligenza di cui all'art. 5 LDA all'⁸⁹⁰891atto dell'apertura di una relazione d'affari nonché quando si tratta di transazioni occasionali di importo pari o superiore a CHF 1'000.00. L'art. 5 cpv. 2 lett. g LDA rappresenta una *lex specialis* a lit a o lit b leg cit, poiché nella maggior parte dei casi non si può presupporre l'instaurazione di una relazione d'affari permanente presso gli uffici di cambio.⁸⁹² Le transazioni di cambiali rilevanti ai fini dell'obbligo di diligenza vengono accettate per le cambiali in corso legale ai tassi di cambio ufficiali solo se il valore soglia supera i CHF 15'000.00. Nel caso di un cambio di valute virtuali con moneta a corso legale e viceversa, tuttavia, la soglia è fissata a CHF 1'000.00, per cui le transazioni collegate devono essere sommate. L'elaborazione di transazioni occasionali da parte di un ufficio di cambio non comporta una tassa di vigilanza idH di CHF 40.00 per mancanza di diligenza.⁸⁹³

469 Nel BuA 2019/54 così come nel BuA 2019/93 per la TVTG, l'introduzione di una soglia comparabile per il fornitore di servizi di commutazione

⁸⁹⁰ Art. 2 cpv. 1 lett. c LDA: *"qualsiasi relazione d'affari, professionale o commerciale intrattenuta in relazione all'attività professionale della persona sottoposta a due diligence e che si prevede abbia una certa durata al momento dell'instaurazione del contatto"*.

⁸⁹¹ A questo proposito devono essere raccolti i dati elencati all'art. 6 cpv. 1 OPC (KYC) e all'art. 20 cpv. 1 OPC (AML). Per l'identificazione nell'accesso remoto (identificazione a distanza, che comprende anche l'identificazione video) occorre osservare l'art. 14 OPC, in combinato disposto con le Direttive FMA 2019/7 dell'11.06.2019, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-wl-2019-7-sicherungsmaßnahmen.pdf>.

⁸⁹² BuA 2016/159, pag. 57.

⁸⁹³ Art. 5 cpv. 2 lit. g LDA; BuA 2016/159, pag. 57; cfr. anche BuA 2019/54, pag. 93

VT nel GSP modificato nel BuA 2019/93 (LGBI 2019.302) sembra essere stata dimenticata a causa di un errore editoriale. Per il⁸⁹⁴ resto, non sembra essere obiettivamente giustificato il motivo per cui una soglia comparabile non comporti un'esenzione dall'obbligo di diligenza o dal prelievo di vigilanza quando si cambiano i gettoni in moneta a corso legale o quando si cambiano i gettoni contro i gettoni. Ciò sarebbe economicamente inaccettabile, soprattutto per i progetti commerciali che si concentrano su transazioni di basso valore.⁸⁹⁵ Tuttavia, i fornitori di servizi di scambio di bollette per la TV non dovrebbero imporre una tassa fissa aggiuntiva per le transazioni soggette a due diligenze⁸⁹⁶, ma piuttosto una tassa di vigilanza basata sulla percentuale, che si basa sui gettoni scambiati e sul corso legale; tuttavia, ogni transazione deve essere registrata come soggetta a due diligenze.⁸⁹⁷

⁸⁹⁴ BuA 2019/54, S 367 e segg. Tuttavia, l'art. 5 cpv. 2 lett. h LDA nella versione modificata dalla legge federale del 2019/93 prevede un valore soglia di CHF 1'000.00 per i fornitori di servizi di cambio di fatture VT che utilizzano esclusivamente macchine fisiche.

⁸⁹⁵ Se i gettoni vengono scambiati con altri gettoni, il valore soglia verrebbe calcolato sulla base del corrispondente valore equivalente in moneta a corso legale.

⁸⁹⁶ Allegato 2, titolo IX, sezione G n. 2 della FMAG.

⁸⁹⁷ Secondo la formulazione della LFMA, modificata dalla LFMA BuA 2019/54, tale prelievo ammontava allo 0,25% del fatturato lordo (fattore 0,0025). Con l'allegato 2, titolo VIII, sezione A n. 4 della LFMAG nella versione modificata della legge federale sulla libera circolazione delle merci (BuA 2019/93), il prelievo massimo annuo totale di vigilanza di CHF 5'000.00 o di CHF 10'000.00 per tutti i fornitori di servizi di TV via cavo è stato aumentato a CHF 100'000.00. Le cifre relative alle imposte appaiono sproporzionate, considerando che i fornitori di servizi di TV via satellite non sono soggetti alla vigilanza macroprudenziale.

Nel caso di progetti a catena di blocco che coinvolgono altri intermediari finanziari sotto la vigilanza della FMA, oltre all'esistenza di un ufficio di cambio, se indicato, occorre esaminare in particolare se è stato costituito un trust⁸⁹⁸ o se è stato aperto il campo d'applicazione della legge sul riciclaggio di denaro.⁸⁹⁹

ziale della FMA, ma che vengono riscalate imposte paragonabili a quelle di istituti finanziari come la moneta elettronica e gli istituti di pagamento (cfr. allegato 2, titolo I, sezione D, n. 5 lett. a e allegato 2, titolo I, sezione C, n. 5 lett. a della legge sulle FMA). Inoltre, l'art. 16 della TVTG, nella versione modificata dal Foglio federale 2019/93, contiene requisiti patrimoniali minimi per i fornitori di servizi di TVT fino a CHF 250'000.00, che probabilmente possono essere raccolti solo da pochissime start-up, anche se la TVTG intende promuovere proprio questo scenario di start-up fintech. Trattandosi di un requisito patrimoniale minimo, il capitale non può mai scendere al di sotto di questo livello e quindi non può essere utilizzato come capitale operativo, come altrimenti è consuetudine per le società sotto PGR. Secondo l'Art 182e PGR, fino a metà del capitale sociale potrebbe altrimenti essere utilizzato per attività commerciali senza la necessità di misure di ristrutturazione o di sovraindebitamento contabile.

⁸⁹⁸ Diritto dei trust o diritto del salmone ai sensi dell'Art. 879 e segg. PGR; nel caso di un trust, i certificati di trust possono essere emessi (e successivamente gettonati) anche come titoli sul patrimonio del trust ai sensi dell'Art. 928 cpv. 1 PGR. Questi titoli devono essere trasferiti come azioni nominative ai sensi del comma 3 leg cit. Tali titoli non devono necessariamente rappresentare valori mobiliari nel senso di strumenti finanziari ai sensi della MiFID II; la standardizzazione o l'equivalenza funzionale agli strumenti finanziari, così come la trasferibilità o la negoziabilità in generale, sono importanti.

⁸⁹⁹ Sebbene la FMA sia responsabile della vigilanza sulle case da gioco per quanto riguarda la dovuta diligenza, va notato che, ai sensi dell'articolo 13 della GSG, l'Ufficio dell'economia (AVW) è responsabile della concessione di licenze ai sensi della legge sui giochi d'azzardo (GSG). Per quanto riguarda la GSG, va notato che la GSG si concentra principalmente sul concetto di denaro, il che significa che non può essere generalmente applicata a modelli di business basati sul gettone (cfr. il costante riferimento a un gioco di denaro che utilizza il

2.10 Conclusione sulla prevenzione del riciclaggio di denaro e altri intermediari finanziari

Nell'attuale situazione giuridica, l'ufficio di cambio ai sensi della DDA 471 (entrambe modificate dalla LGBI 2009.047 e dalla BuA 2019/93) - almeno per quanto riguarda la pura formulazione della legge - non copre il cambio di moneta elettronica con altre monete a corso legale o valute virtuali. Sebbene sia ancora comprensibile che la moneta elettronica non costituisca una moneta virtuale, in quanto si tratta solo di una richiesta di denaro nei confronti di un emittente ai sensi del diritto civile, la DDA e il fornitore di servizi di cambio VT ai sensi della TVTG come modificata dalla Gazzetta ufficiale federale 2019/93, in contrasto con la quinta direttiva sul riciclaggio di denaro o una sua presunta (parziale) attuazione, non copre la moneta elettronica, in quanto la dizione e di conseguenza il telos della quinta direttiva sul riciclaggio di denaro non è stato attuato. Le attività degli uffici di cambio e dei fornitori di servizi di cambio sono ancora basate sul corso legale invece che sul denaro fiat.

concetto di deposito di cui all'art. 3 cpv. 1 lett. i, l, o e v in relazione alle lettere f e e GSG; tuttavia, la disposizione penale di cui all'art. 88 cpv. 1 lett. a GSG è definita in modo molto ampio e copre potenzialmente tutte le attività in relazione al gioco d'azzardo: *"Il Tribunale regionale punisce per i reati con una pena detentiva fino a un anno o con una multa fino a 360 tariffe giornaliere per chiunque deliberatamente organizza, gestisca, svolga attività di intermediazione, distribuisca, dia spazio a, pubblicizzi, riunisca persone, procuri attrezzature da gioco, compreso il software, a questo scopo o comunque lo promuova commercialmente senza la necessaria licenza per il gioco d'azzardo o senza che il gioco d'azzardo sia legalmente esente da tale licenza."*). Come nel caso delle spiegazioni sulle sedi di negoziazione e di un DEX ai sensi del capitolo II.2.5, va notato che una catena di blocchi, sulla quale possono essere condotti giochi d'azzardo e giochi di abilità con l'utilizzo di gettoni, non ha un soggetto normativo, simile a un DEX. Inoltre, secondo la GSG, tali giochi sono sempre basati sul denaro nel senso di moneta a corso legale e non su gettoni.

472 La moneta elettronica è denaro fiat⁹⁰⁰, ma non ha corso legale. Le valute virtuali sono unità monetarie digitali con una funzione che rappresenta il mezzo di pagamento, come Bitcoin, Ether o valute crittografiche comparabili, che non sono state emesse da un organismo ufficiale e non devono necessariamente essere collegate al corso legale. Poiché l'obiettivo del legislatore del Liechtenstein era quello di coprire anche le operazioni di cambio relative alla moneta elettronica, si è potuto tentare di includerle nelle valute virtuali. Tuttavia, da un punto di vista dogmatico, questo sembra non solo impuro ma anche ingiustificabile, poiché la moneta elettronica è una pretesa fatta in denaro secondo il diritto civile e, a causa del suo rapporto con le transazioni di deposito, costituisce anche denaro fiat, mentre il Bitcoin, per esempio, rappresenta un gettone con un valore intrinseco nel senso di contenuto digitale che rappresenta dati o software come merce e, poiché è accettato come mezzo di scambio, è trattato come una moneta virtuale secondo la legge di vigilanza.

473 Gli uffici di cambio ai sensi della SPG nella versione modificata dalla LGBI 2009.047 devono rispettare gli obblighi di diligenza nell'avvio di una relazione d'affari di una certa durata nonché per le transazioni occasionali di valore pari o superiore a CHF 1'000.00 (in relazione alle valute virtuali) (per cui devono essere implementati meccanismi che riconoscano le transazioni correlate al fine di addizionarle). Ciò è rilevante, poiché la FMA riscuote una tassa di vigilanza pari a CHF 40.00 per ogni transazione soggetta a due diligence; in caso contrario, le transazioni di

⁹⁰⁰ La moneta Fiat, a differenza della moneta di base (ad esempio l'oro), si basa su un oggetto che non ha alcun valore intrinseco, ma funziona comunque come mezzo di scambio.

cambio con importi modesti sarebbero economicamente poco interessanti e non redditizie. Sembra che, a causa di un errore editoriale, un valore di soglia corrispondente non sia stato ancorato nella legislazione per i fornitori di servizi di cambio VT sia nel BuA 2019/54 che nel BuA 2019/93 della TVTG. Tuttavia, secondo il nuovo allegato 2, titolo IX, sezione G n. 2 del titolo IX della FMAG, modificato dal Foglio federale 2019/54, e l'allegato 2, titolo VIII, sezione A n. 2 della FMAG, modificato dal Foglio federale 2019/93 (LGBI 2019.303), per ogni transazione non deve essere trattenuta alcuna tassa di vigilanza supplementare fissa per ogni transazione rilevante ai fini dell'obbligo di diligenza per i fornitori di servizi di cambio di fatture di VT, ma una tassa basata su una percentuale basata sui gettoni scambiati e sul corso legale per ogni transazione.

In ultima analisi, in relazione ai modelli commerciali a catena di blocco o a gettoni del settore della prevenzione del riciclaggio di denaro e di altri intermediari finanziari soggetti alla FMA, può essere rilevante l'esame di una situazione di vita rilevante per l'attività dal punto di vista della legge sulle case da gioco. In questo contesto, va osservato che la licenza per le case da gioco ai sensi della GSG è concessa dall'Ufficio dell'economia; a questo proposito, la FMA si limita a vigilare sul rispetto degli obblighi di diligenza. In generale, tuttavia, la GSG si concentra sul concetto di denaro o depositi, motivo per cui non è regolarmente rilevante per i modelli di business basati esclusivamente sul gettone (cfr. articolo 3, comma 1, lettere i, l, o e v in combinato disposto con l'articolo 3, comma 1, lettere f ed e della GSG, per cui la disposizione penale di cui all'articolo 88, comma 1, lettera a della GSG è definita in modo ampio e copre tutte le attività legate ai giochi d'azzardo; in questo

contesto, una riduzione teleologica verrebbe messa in discussione). Indipendentemente da questo, in relazione alle scommesse a gettoni o alle opportunità di gioco su una catena a blocchi (simile a un DEX, ma con un gioco criptato decentralizzato), va notato che anche in questo caso non vi è alcun soggetto normativo.

3. **Panoramica degli aspetti normativi della TVTG**

Il presente capitolo intende fornire una panoramica della TVTG come⁹⁰¹ 475 modificata dal BuA 2019/54 e dal BuA 2019/93, che entrerà in vigore in futuro, e in particolare delle disposizioni normative. La TVTG è divisa in quattro parti. La prima sezione definisce l'oggetto della legge e fornisce le definizioni essenziali dei termini.⁹⁰² La seconda sezione regola gli aspetti di diritto civile e introduce le proprie norme di trasmissione per i gettoni. La⁹⁰³ sezione III. prevede disposizioni sugli aspetti di vigilanza⁹⁰⁴ e la quarta e ultima sezione disciplina le disposizioni finali e transitorie.⁹⁰⁵

Il terzo dipartimento di regolamentazione è ulteriormente suddiviso in 476

- Titolo A. Generale (campo di applicazione dell'art. 11 della TVTG);
- Titolo B. Registrazione dei fornitori di servizi di TVT (articoli da 12 a 38 della TVTG);
 - Sezione 1. obbligo e requisiti di registrazione (art. 12-17 TVTG);
 - Sezione 2 Procedura di registrazione (art. 18-19 TVTG);
 - Sezione 3. decadenza e recesso (art. 20-22 TVTG);

⁹⁰¹ IdF BuA 2019/54 o il BuA 2019/93 leggermente rettificato se si fa riferimento alla TVTG e non altrimenti indicato.

⁹⁰² Divisione I. Disposizioni generali (art. 1 e art. 2 TVTG).

⁹⁰³ Divisione II. Principi fondamentali del diritto civile (dall'art. 3 all'art. 10 della TVTG).

⁹⁰⁴ Divisione III Vigilanza sui fornitori di servizi della VTG (dall'art. 11 all'art. 49 TVTG incluso).

⁹⁰⁵ Divisione IV Disposizioni transitorie e finali (art. 50 e art. 51 TVTG)

- Art. 4 Registro dei fornitori di servizi VT (art. 23 TVTG);
- Sezione 5. esercizio dell'attività commerciale (art. 24-29 TVTG);
- Sezione 6 Informazioni di base per le questioni gettonate (art. 30-38 TVTG);
- Titolo C. Vigilanza⁹⁰⁶ (art. 39-44 TVTG);
- Titolo D. Procedure e ricorsi (artt. 45-46 TVTG);
- Titolo E. Disposizioni penali (art. 47-49 TVTG).

477 L'articolo 12 della TVTG stabilisce che la prestazione professionale di servizi di TVT deve essere registrata prima dell'effettiva prestazione di servizi da parte di un fornitore di servizi di TVT. Gli emittenti di gettoni che emettono gettoni nel Liechtenstein a proprio nome o non professionalmente per terzi con un valore complessivo equivalente inferiore a CHF 5 milioni - per cui questo valore soglia deve essere calcolato su un periodo di dodici mesi - non sono tenuti a registrarsi presso la FMA (art. 12 cpv. 2 TVTG come modificato dalla BuA 2019/93).

478 Il terzo dipartimento della TVTG regola così la supervisione di diversi fornitori di servizi di TVT. I requisiti per la registrazione sono regolati dall'art. 13 della TVTG e si basano in particolare sull'affidabilità e sulla competenza professionale ai sensi dell'art. 14 e dell'art. 15 della TVTG. Rilevanti sono anche i requisiti patrimoniali minimi per gli emittenti di

⁹⁰⁶ Anche in questo caso erroneamente indicato come Titolo B. Questo errore editoriale viene ripetuto nei titoli successivi nel BuA 2019/54, ma è stato corretto nel BuA 2019/93.

gettoni, i custodi di chiavi e gettoni VT, i validatori fisici⁹⁰⁷ e i fornitori di servizi di scambio VT. Oltre a queste norme, sono essenziali anche quelle relative alle informazioni di base per le questioni gettonate (dall'art. 30 all'art. 38 della TVTG). Le informazioni di base devono comprendere in particolare i dettagli del gettone da emettere e dei diritti ad esso associati, il sistema di TV utilizzato, lo scopo dell'emissione del gettone, le condizioni di trasferimento dei gettoni e i rischi associati all'emissione (condizioni di emissione).⁹⁰⁸

Ai sensi dell'art. 3 cpv. 1 lett. r GSP, nella versione modificata dal Foglio 479 federale 2019/54, i fornitori di servizi di TV soggetti a registrazione sono soggetti all'obbligo di diligenza, ad eccezione degli emittenti di gettoni, dell'organo di controllo di TV, dei fornitori di servizi di tariffazione di TV e dei fornitori di servizi di identità di TV. Indipendentemente dalla classificazione come agenti di due diligence, la FMA sorveglia tutti i

⁹⁰⁷ Ai sensi dell'art. 2 cpv. 1 lett. p TVTG nella versione modificata dal BuA 2019/93, per validatore fisico si intende una persona che garantisce l'applicazione contrattuale dei diritti di proprietà rappresentati in gettoni ai sensi del diritto di proprietà sui sistemi di TVT. Non è stata creata una controparte corrispondente per i diritti immateriali - ad esempio un depositario noetico, dal greco νοητική o la nozione di notico come dottrina di riconoscimento degli oggetti intellettuali, che potrebbe timbrare e registrare i diritti immateriali per evitare la ripetuta tokenizzazione degli stessi diritti.

⁹⁰⁸ Art. 33 TVTG; cfr. *Nägele/Xander*, le offerte con gettone, in particolare le offerte di monete iniziali (ICO) e le offerte di gettoni di sicurezza (STO), nonché il gettone nel diritto del Liechtenstein: contesto normativo e prospettive, n. marg. 18.58, in *Piska/Völkel* (ed.), *Blockchain Rules*.

fornitori di servizi VT.⁹⁰⁹ Questo è importante, in quanto esclude il requisito di una persona 180a⁹¹⁰ o di un amministratore delegato commerciale.⁹¹¹ A questo proposito, la disposizione della GewG modificata dalla BuA 2019/93 (LGBI 2019.305), secondo la quale la legge sulle licenze commerciali non si applica alle attività dei fornitori di servizi di TV via cavo, è di natura meramente chiarificatrice.⁹¹² Con l'assoggettamento dei prestatori di servizi di TV sotto il controllo della FMA, il requisito dell'autorizzazione secondo il diritto commerciale, secondo il

⁹⁰⁹ Art 39 DVTG:

⁹¹⁰ La nomina obbligatoria di una persona in possesso di un'autorizzazione ai sensi dell'art. 180a della legge sulla sorveglianza delle persone ai sensi dell'art. 180a della legge sulle persone e le società (LGBI n. 2013.426) o come fiduciario per le società che non svolgono alcuna attività commerciale attiva ma che sono concepite come società passiva o struttura di holding è una particolarità riservata al diritto del Liechtenstein - cfr. *Bergt*, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, Rz 116 ss. A questo proposito, ai sensi dell'art. 3 dell'Ordinanza del 19.12.2000 sul diritto delle persone e delle società, LGBI 2000.281, "deve risultare *espressamente dallo scopo delle persone giuridiche e delle imprese fiduciarie se viene esercitata o meno un'attività commerciale*". Il finanziamento di una futura attività economica mediante l'emissione di gettoni non regolamentati non costituisce un'attività commerciale ai sensi della legge sulle licenze commerciali, motivo per cui fino all'entrata in vigore della TVTG è stato necessario nominare una cosiddetta persona 180a o un fiduciario per la gestione e la rappresentanza della società. È importante notare che, sebbene la legge sulle licenze commerciali si applichi solo alle attività professionali - rivolte a terzi - in Svizzera e le attività professionali all'estero non sono coperte dalla legge sulle licenze commerciali, la legge sulle licenze commerciali non può essere elusa sviluppando esclusivamente un'attività in giurisdizioni estere, poiché in questo caso la società viene ufficialmente sciolta e liquidata per mancanza di personale adeguato ai sensi dell'Art. 971 cpv. 1 righe 1 e 3 PGR.

⁹¹¹ Art 180a (1) e (3) PGR.

⁹¹² Art. 3 lit s GewG come modificato dal BuA 2019/93.

quale l'autorizzazione commerciale viene concessa solo se il richiedente è cittadino di uno Stato membro dell'UE o del SEE o della Svizzera o, in qualità di cittadino di un paese terzo, ha una residenza ininterrotta nel Liechtenstein da almeno 12 anni e mantiene permanentemente tale residenza (articolo 8, capoverso 1, lettera c della GewG nella versione modificata dalla LGBl 2006.184), non è quindi più applicabile. Si tratta inevitabilmente di una reliquia dei tempi del protezionismo delle corporazioni di diritto commerciale, ma in un mondo sempre più globalizzato, soprattutto nella catena dei blocchi, è un enorme ostacolo alla realizzazione di piani aziendali per i cittadini di paesi terzi.

Per quanto riguarda i gestori di piattaforme di negoziazione di valute virtuali ai sensi dell'art. 2 comma 1 lit zquater SPG come modificato dal BuA 2019/54 (o dell'art. 2 comma 1 lit zter come modificato dal BuA 2019/93, in quanto i fornitori di borse elettroniche sono stati nuovamente rimossi), si rimanda ai capitoli 2.5.4 e 2.9 e (FN 880). Per quanto riguarda i fornitori di servizi di scambio VT, si rimanda ai capitoli 2.2.2, margine n. 222 aE, 2.5.4 e 2.9 per evitare ripetizioni. 480

Inoltre, va sottolineato il validatore fisico, definito secondo l'art. 2 cpv. 1 lett. p TVTG come persona che *garantisce l'esecuzione contrattuale dei diritti di proprietà rappresentati in gettoni nel senso del diritto di proprietà sui sistemi di TVT*. Se i diritti di proprietà su un oggetto reale sono così rappresentati in un gettone, la funzione di un validatore fisico è quella di garantire l'esercizio dei diritti reali della persona autorizzata a disporre del gettone (cioè il proprietario dell'oggetto gettonato) sull'oggetto gettonato. In pratica, ciò può essere fatto prendendo in custodia l'oggetto gettonato o stipulando un'assicurazione tramite il validatore fisico. In 481

⁹¹³conformità con il materiale legale, si può dedurre dall'idea di una cosiddetta economia gettoniera che ci si può aspettare un'ampia gettoniera di beni, come *"metalli preziosi, pietre preziose e materie prime [...] opere d'arte, terreni e immobili fino a diritti su merci come automobili, orologi o yacht"*⁹¹⁴. Mentre il ruolo del validatore fisico è fondamentalmente chiaro, si pone la questione di quanto sia rilevante il suo campo di applicazione o se l'attività di questo fornitore di servizi sia in concorrenza con la regolamentazione dei fondi ai sensi del diritto comunitario. Questo perché un fondo di investimento alternativo è definito come un organismo di investimento collettivo che raccoglie capitali dagli investitori per investirli secondo una strategia d'investimento definita. Come già spiegato nel paragrafo 119, la definizione di "capitale" è estremamente ampia: *"Le attività possono includere, ad esempio, le attività tradizionali (capitale proprio, legate al capitale, debito, ecc.), il private equity, gli immobili e altre classi di attività non tradizionali come le navi, le foreste, il vino, ecc. e qualsiasi loro combinazione"*. In⁹¹⁵ questo contesto si pone la questione se, ad esempio, un dipinto di valore esposto in gettoni per consentire a più persone di "partecipare" al dipinto non costituisca un fondo; la strategia d'investimento definita potrebbe essere vista nella gestione patrimoniale (esposizione in alcune gallerie d'arte e musei a pagamento). Questo sarà regolarmente affermato, e tali gettoni sarebbero in ultima analisi certificati azionari di fondi. Oltre alla regolamentazione dei fondi, in questo caso si applicherebbe anche la TVTG. La necessità regio-

⁹¹³ Cfr. BuA 2019/54, pag. 237.

⁹¹⁴ Cfr. BuA 2019/54, pag. 24.

⁹¹⁵ ESMA Discussion Paper 2012/117, Key Concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.02.2012, Rz 12.

lamentare di un validatore fisico in questo caso, così come l'esatta divisione delle responsabilità tra il validatore fisico e il depositario, rimane poco chiara.

Infine, va individuato l'art. 7 comma 1 lett. f TVTV (LGBI 2019.349). Secondo questa disposizione dell'ordinanza, la notifica di un'emissione di gettoni deve contenere anche informazioni sul mercato di destinazione. La definizione giuridica di "mercati target" non è spiegata e in definitiva rimane incerto se si tratta di una terminologia giuridica indipendente o se la terminologia si basa su quella dell'IDD 2016/97 o della VersVertG. 482

4. Risultati centrali

Questo capitolo conclusivo riassume le conclusioni e i risultati centrali di questo lavoro in relazione alle offerte simboliche e alle piazze commerciali decentralizzate (DEX) da un lato e la distinzione tra operazioni di deposito, operazioni di moneta elettronica, strumenti finanziari o servizi di investimento e valute virtuali dall'altro. 483

4.1 Operazioni bancarie, moneta elettronica, strumenti finanziari e valute virtuali

È insito sia nell'attività di raccolta di depositi che in quella di e-money che vi sia l'esigenza di un rimborso incondizionato dei fondi. Ciò può essere giustificato dogmaticamente dal fatto che l'attività di moneta elettronica è anche un'attività di deposito a cui, tuttavia, per finzione legale del legislatore europeo, a determinate condizioni vengono attribuite conseguenze particolari. Le due operazioni rappresentano due facce della stessa medaglia e, in linea di principio, la moneta elettronica è una forma privilegiata di raccolta di depositi, di cui i servizi di pa- 484

gamento sono il fulcro principale: I depositi hanno uno scopo di risparmio, mentre la moneta elettronica ha uno scopo di pagamento. Poiché la moneta elettronica è una variante dell'attività di deposito, è logico che la rimborsabilità incondizionata sia effettivamente il modello per la moneta elettronica. La moneta elettronica può quindi essere creata solo dando denaro fiat o importi monetari. Il valore monetario si basa quindi sempre su un valore monetario. Questo valore monetario deve essere emesso sotto forma di credito, per cui tale credito deve essere necessariamente denominato in denaro; il fatto che il credito sia denominato in denaro comporta anche la rimborsabilità al valore nominale come elemento costitutivo.

485 Va tenuto presente che se si fa un'eccezione per la moneta elettronica, il campo di applicazione della legge sulla moneta elettronica e della direttiva sulla moneta elettronica è ancora aperto, ma è presente un valore monetario che non richiede una licenza. In questo modo, in caso di eccezione, non è più possibile rilanciare l'attività di deposito in quanto la moneta elettronica viene emessa contemporaneamente, anche se non richiede una licenza. Si noti inoltre che gli strumenti di pagamento non possono rappresentare strumenti finanziari ai sensi della MiFID II o della legge bancaria. Dai considerando 8 e 10 della quinta direttiva GW si evince inoltre chiaramente che il legislatore dell'Unione aveva l'intenzione di sancire nella legislazione che le valute virtuali non rappresentano la moneta elettronica. Mentre la moneta elettronica può essere emessa sotto forma di gettoni, i gettoni che hanno un valore intrinseco nel senso di contenuto digitale, rappresentato dai dati o dal software di un gettone, e quindi sono trattati come merce e talvolta rappresentano valute virtuali, non si qualificano come moneta elettronica. Le valute virtuali possono avere funzioni di pagamento come la moneta

elettronica, ma possono anche servire a scopi di risparmio come i depositi, o possono essere utilizzate a fini di investimento, come nel caso degli strumenti finanziari. Alla luce di quanto sopra, è chiaro che, sebbene i gettoni possano rappresentare sia la moneta elettronica sia gli strumenti finanziari, se adeguatamente progettati, le valute virtuali non rappresentano né la moneta elettronica né gli strumenti finanziari, in quanto svolgono una varietà di funzioni diverse, alcune delle quali sono simili a quelle degli strumenti tradizionali del mercato finanziario.

Ciò è strettamente legato alla cosiddetta clausola della suoneria di cui 486 al considerando 6 della direttiva sulla moneta elettronica. Secondo questo considerando, il campo di applicazione della direttiva sulla moneta elettronica non è aperto alle attività monetarie che possono essere utilizzate per l'acquisto di beni o servizi digitali, a condizione che un operatore o un emittente attribuisca un valore intrinseco aggiuntivo a un'attività monetaria, ad esempio sotto forma di strumenti di accesso o di trasmissione. È inoltre importante che un bene o un servizio possa essere utilizzato solo per mezzo di dispositivi digitali e che un operatore di un tale sistema informatico non si limiti a fungere da mero intermediario tra l'utente e il fornitore di servizi. Un operatore aggiunge già un valore aggiunto se ad un prodotto viene aggiunta una funzione aggiuntiva; è sufficiente la fornitura di canali di comunicazione o di trasmissione. Nel caso dei token a catena di blocco, a questi token viene regolarmente aggiunta una funzione aggiuntiva nel senso di una funzione di accesso, oppure viene di solito sviluppato anche il software con cui il token può essere trasferito. Di conseguenza, il campo di applicazione del regime della moneta elettronica ai gettoni sembra essere marginale.

487 A differenza di quanto avviene in Germania, nel Liechtenstein le unità di conto come i gettoni non possono essere trattati come strumenti finanziari. A differenza del Liechtenstein, il commercio multilaterale di gettoni come Bitcoin o Ether, che secondo il Liechtenstein rappresentano dati o software nel senso di merce, su una piattaforma di trading in Germania rappresenta un servizio di investimento come la gestione di un MTF, poiché la legge bancaria tedesca è più severa della MiFID II e copre anche le unità di conto come strumenti finanziari.⁹¹⁶ Ciò può portare alla paradossale concorrenza tra la moneta elettronica e gli strumenti finanziari ai sensi del diritto tedesco, se la moneta elettronica è stata simboleggiata - ad esempio, il commercio in proprio della moneta elettronica non è coperto dall'EKG o dallo ZDG in quel paese, ma a differenza del Liechtenstein, questo è considerato un servizio finanziario.

488 Ciò può essere rilevante anche in relazione ai gettoni, in particolare alle monete stabili, che devono essere mantenute stabili. Un gettone può anche rappresentare un credito nei confronti di un emittente. Se gli altri criteri sono soddisfatti, tale gettone può rappresentare la moneta elettronica. Tuttavia, la moneta elettronica è esclusa se un gettone non rappresenta una rivendicazione, ma rappresenta un gettone indipendente nel senso di software come merce (come Bitcoin). Un'indicazione del fatto che un gettone rappresenta un credito può essere vista nel fatto che quando un gettone viene ritirato, viene distrutto - un credito viene

⁹¹⁶ § § 1 comma 11 n. 7 LCSL; ciò deve essere tenuto in considerazione in particolare nel campo d'attività transfrontaliero (ad es. nella gestione di un crypto-exchange del Liechtenstein non regolamentato dal diritto di vigilanza) e svolge un ruolo essenziale in relazione alla libera prestazione passiva di servizi e al marketing. Per quanto riguarda i servizi di investimento, occorre tener conto in particolare del considerando 85 della MiFID II.

così riscattato, in quanto non è possibile per un emittente detenere un credito nei confronti di se stesso.

L'esclusione di un obbligo di rimborso incondizionato per evitare un'operazione di deposito potrebbe essere ottenuta con una condizione risolutiva con effetto ex nunc. In tal caso, la base contrattuale verrebbe meno al verificarsi di un determinato evento e verrebbe successivamente srotolata secondo la legge dell'arricchimento - ma non secondo la legge delle obbligazioni; in altre parole, ci sarebbe solo un obbligo di rimborso condizionato ancorato nella legislazione. Di conseguenza, non vi è alcun obbligo contrattuale di rimborso incondizionato. Se si desidera un riscatto o un riacquisto specifico, l'attuazione sarebbe possibile anche attraverso un diritto di riscatto a misura di consumatore; ciò presuppone tuttavia che un gettone rappresenti un contenuto digitale e non rappresenti un credito in denaro (ad es. e-money) o un diritto di affiliazione o altri diritti di rivendicazione (ad es. strumento finanziario).

Tuttavia, se un gettone o una moneta stabile rappresenta un gettone indipendente, può essere concesso un diritto di recesso illimitato a favore del consumatore. Questo può essere invertito secondo la legge della *condictio causa finita* (*condictio causa finita*) e dà anche a tale gettone un valore stabile. Una tale moneta stabile interna potrebbe essere interessante in una piattaforma di trading per gettoni.

Oltre alle attività di deposito e di moneta elettronica, anche le attività di prestito possono svolgere un ruolo importante per i modelli di business basati sui gettoni. Il factoring in particolare può essere rilevante, ad esempio se un imprenditore vuole creare ulteriori canali di vendita

e offre i suoi beni o servizi in cambio di gettoni, ma non vuole necessariamente accettarli. L'imprenditore può cedere il suo credito in corso legale, pagabile in gettoni, ad un fattore che subentra nel del credere e paga il prezzo di cessione in corso legale al creditore ceduto. Si tratta di un vero e proprio factoring, che nel Liechtenstein - a differenza dell'Austria - non costituisce un'attività bancaria. Diversa è invece la situazione nel caso del factoring fittizio, in cui il factor non si assume il rischio di insolvenza e quindi, dal punto di vista legale, contribuisce o accredita liquidità. Il factoring fittizio rappresenta quindi un'operazione di credito o di prestito.

492 Come già menzionato in relazione alla distinzione tra moneta elettronica e operazioni di deposito, i gettoni sono da considerarsi come contenitori tecnici e possono rappresentare in linea di principio tutti i diritti, ossia tutti gli strumenti finanziari previsti dalla MiFID II. Tuttavia, non sarà possibile che un gettone rappresenti i depositi, poiché in questo caso il gettone rappresenta già il valore e quindi la moneta elettronica; l'attività di deposito, tuttavia, è direttamente orientata alla contabilizzazione di denaro e contanti, che non possono essere rappresentati in altro modo.

493 Il campo di applicazione materiale del regime della moneta elettronica copre l'emissione commerciale di moneta elettronica. Il campo di applicazione personale si estende anche agli emittenti di moneta elettronica che emettono moneta elettronica. Gli emittenti di moneta elettronica sono principalmente istituti di credito CRR e istituti di moneta elettronica. Da ciò si può dedurre un campo di applicazione locale - adattato all'area dell'UE e del SEE. L'emissione di strumenti monetari

in paesi terzi non può aprire il campo di applicazione del regime della moneta elettronica, in quanto tali giurisdizioni non hanno familiarità con la moneta elettronica. Deve essere valutato secondo la rispettiva giurisdizione in cui tali attività monetarie sono state emesse, se si tratta di un'operazione di deposito o di uno strumento finanziario, se un gettone non è uno strumento di pagamento. Tali gettoni, che costituirebbero moneta elettronica se fossero stati emessi nell'UE o nel SEE, non sono soggetti ad autorizzazione se una terza parte indipendente dall'emittente li distribuisce successivamente nel Liechtenstein, poiché il campo di applicazione materiale riguarda solo l'emissione di moneta elettronica (il token tether costituirebbe, ad esempio, moneta elettronica se fosse stato emesso nell'UE o nel SEE). Se, tuttavia, un punto vendita dovesse agire per conto di un emittente nell'UE o nel SEE, questo sarebbe considerato come un'emissione diretta da parte dell'emittente nel SEE o nell'UE, che sarebbe quindi soggetta ad approvazione.

La moneta elettronica non dovrebbe ostacolare l'innovazione tecnica, 494
secondo i considerando della direttiva sulla moneta elettronica. Né la catena di blocchi decentralizzata è un ostacolo al regime della moneta elettronica. Da un lato, la moneta elettronica può essere gestita sul server di un emittente (conto specifico per la moneta elettronica), dall'altro, la moneta elettronica può essere memorizzata anche su sistemi basati su carte. Secondo il diritto civile, la moneta elettronica viene trasferita cedendo il credito rappresentato nei confronti dell'emittente. Se un portafoglio per moneta elettronica gettonata viene messo a disposizione da un emittente o da un terzo fornitore, esso costituisce un conto di pagamento, poiché la moneta elettronica è giuridicamente definita come un importo monetario nonostante l'effettiva rappresentazione di un credito. Tuttavia, ai fini del trasferimento di diritto civile, la

moneta elettronica può essere tenuta anche su portafogli privati senza richiedere l'approvazione della vigilanza.

495 In questo contesto, il commercio per conto proprio e successivamente anche il commercio principale di e-money in Liechtenstein è sicuro dal punto di vista della vigilanza, poiché vengono ceduti solo i crediti. Nella migliore delle ipotesi, può esistere una vera e propria operazione di factoring, ma come spiegato in precedenza, ciò è innocuo dal punto di vista normativo nel Liechtenstein. Anche l'abbinamento degli interessi in relazione all'acquisto o alla vendita di moneta elettronica (gettonata) non è un problema, ma se il regolamento (adempimento del contratto) viene effettuato al di fuori del processo di abbinamento, sarà presente un servizio di pagamento che richiede l'autorizzazione. Si noti che l'eccezione dell'agente commerciale per i servizi di pagamento è stata limitata ai sensi del PSD II e che, ai sensi dell'ADHGB, un agente commerciale o un agente commerciale o un intermediario commerciale o un agente di vendita non può più rappresentare entrambe le parti contraenti (buy- e sellside) nella negoziazione o nella conclusione del contratto, rivendicando allo stesso tempo l'eccezione dalla ZDG.

496 Si noti inoltre che l'ufficio di cambio del GSP del Liechtenstein, come modificato dalla LGBI 2009.047 o il fornitore di servizi di cambio VT ai sensi della TVTG, come modificato dalla BuA 2019/93, non attua pienamente la quinta direttiva sul riciclaggio di denaro, contrariamente alle intenzioni del governo. Ciò è dovuto al fatto che la direttiva dell'UE mira a scambiare denaro fiat con altro denaro fiat o in valute virtuali. Il denaro elettronico, che da un punto di vista dogmatico si basa dogmaticamente su una richiesta di risarcimento in denaro, è incluso sotto la voce denaro fiat. Nel Liechtenstein, tuttavia, questa disposizione si riferisce ancora al corso legale, motivo per cui, in senso stretto, l'e-

money proveniente dalle operazioni di cambio non è attualmente coperto nel Liechtenstein. Anche il VT bill of exchange service provider de lege ferenda registra solo lo scambio di gettoni con moneta a corso legale o altri gettoni.

4.2 Centri commerciali centrali e decentralizzati

Essenziali per l'esistenza di una sede di negoziazione come un MTF o un OTF sono i seguenti elementi, che devono essere cumulativi: 497

- Un sistema per la negoziazione di strumenti finanziari, in cui il "sistema" deve essere interpretato in modo tecnologicamente neutrale e comprende qualsiasi insieme di regole (ad es. anche il trading vocale);
- È imperativo che il sistema sia multilaterale (cioè nessun Matched Principal Trading, solo Agency Trading, può essere effettuato su un MTF). Questo è anche il caso di un OTF);
- Il sistema deve servire gli interessi delle parti commerciali;
- A causa della messa in comune degli interessi, non è possibile eseguire singole transazioni con le singole parti contraenti selezionate;
- Il contratto viene stipulato all'interno del sistema o della piattaforma e non al di fuori di essa. Se il contratto viene stipulato al di fuori del sistema, esiste potenzialmente un sistema informativo puro o una bacheca (in termini di gettoni, un cosiddetto DEX);
- In ultima analisi, il sistema deve essere progettato per riunire gli interessi di un gran numero di partecipanti al trading e deve svolgere un'attività di intermediazione commerciale individuale (è richiesto un minimo di tre partecipanti).

Per una migliore tracciabilità, di seguito viene descritto un tipico processo di negoziazione tramite un MTF per delimitare successivamente l'attività su una borsa decentrata (DEX):

1. Tra due membri di negoziazione autorizzati come intermediari finanziari, un'operazione di negoziazione viene conclusa tramite la piattaforma di negoziazione del sistema multilaterale di negoziazione gestita da un'impresa di investimento; se del caso, allo scopo di eseguire un ordine sottostante di un cliente finale (acquirente o venditore economico);
2. Una "transazione" completata o, più precisamente, gli interessi combinati relativi all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari sono trasmessi dal sistema multilaterale di negoziazione alla stanza di compensazione (controparte centrale; CCP);
3. La compensazione avviene tra il centro di compensazione e i membri della compensazione;
4. Viene effettuata una riconciliazione tra i membri compensatori e i membri commerciali (determinazione dei crediti reciproci);
5. La stanza di compensazione (CCP) trasmette le istruzioni all'agente di regolamento (Depositario centrale dei titoli; CSD) per l'esecuzione del regolamento;
6. La piattaforma di regolamento (CSD) provvede poi all'effettivo trasferimento degli strumenti finanziari in questione e assicura anche l'effettivo trasferimento dei fondi corrispondenti; il regolamento viene effettuato sui libri contabili (strumenti finanziari detenuti nel giro titoli);
7. In ultima analisi, ha luogo la riconciliazione tra i membri del CSD e i membri del clearing.

Oltre agli strumenti finanziari o ai gettoni che li rappresentano, il modello può essere simulato anche in connessione con una controparte centrale (CCP) per i gettoni che non rappresentano né moneta elettronica né strumenti finanziari (valute virtuali). Di seguito verrà mostrato in termini concreti come possono essere effettuate tali operazioni di trading in linea capitale:

1. Gli utenti A e B si registrano su una piattaforma di trading per gettoni che non rappresentano né strumenti finanziari né e-money;
2. L'utente A desidera acquistare BTC con il suo ETH;
3. L'utente B vuole vendere BTC (contro ETH);
4. Di seguito vengono eseguite due fasi:
 - L'utente A trasferisce i PF al gestore della piattaforma di trading per i gettoni, per cui il motivo legale del trasferimento è l'acquisizione di BTC dal gestore della piattaforma di trading come controparte centrale in conformità all'accordo contrattuale (ad es. con differimento del pagamento per un secondo legale);
 - L'utente B trasferisce BTC al gestore della piattaforma di trading per i token. In questo caso, la ragione legale del trasferimento è la vendita di BTC al gestore della piattaforma di trading come controparte centrale in conformità ad un accordo contrattuale.
5. Il gestore della piattaforma di commercio di gettoni ha successivamente acquisito ETH dall'utente A per almeno un secondo legale e per questo è in debito con l'utente A BTC. Allo stesso tempo, il gestore della piattaforma di trading ha acquisito BTC

dall'utente B per almeno un secondo legale e in cambio deve all'utente A un ETH;

6. Il gestore della piattaforma di trading per i token adempie ai propri obblighi nei confronti dell'Utente A con le BTC acquisite dall'Utente B. Allo stesso tempo, il gestore della piattaforma per il commercio di gettoni adempie alla sua responsabilità nei confronti dell'utente B con il ETH acquistato dall'utente A.

500 L'eleganza di questo esempio è dovuta alla tecnologia della catena a blocchi. Tale transazione viene eseguita automaticamente e quasi in tempo reale tramite un contratto Smart. Il rischio di insolvenza della controparte viene effettivamente azzerato da un'istanza tecnica. Con l'avvento della tecnologia a catena di blocco sul mercato finanziario, anche i mercati altamente regolamentati come i centri di negoziazione multilaterali possono essere strutturati in modo più efficiente. La tecnologia della catena a blocchi permette quindi di ridurre la densità di regolazione mantenendo almeno lo stesso livello di efficienza nella lotta contro i fallimenti del mercato e permette quindi una convergenza con l'efficienza di Pareto.

501 Con la tecnologia a catena di blocco si possono realizzare anche i cosiddetti scambi decentralizzati (DEX). Su un DEX, gli ordini relativi a gettoni, a volte anche quelli che rappresentano strumenti finanziari, possono essere regolati peer-to-peer. Di solito il portafoglio ordini, il matching e il regolamento vengono mantenuti in catena (esecuzione tramite Smart Contracts). Tuttavia, un DEX non può essere classificato come una sede di negoziazione organizzata come un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione (MTF o OTF), in quanto non esiste un soggetto giuridico in grado di regolamentarlo a causa della natura decentralizzata di tale sede di negoziazione.

Inoltre, di solito vi è solo un commercio bilaterale e non multilaterale su un DEX. Il ruolo dell'intermediario privo di rischio, che riunisce gli interessi di acquisto e di vendita, è rappresentato da un'entità tecnologica. Su un DEX possono comparire anche operatori del mercato finanziario come i market maker (OTC) o gli internalizzatori sistematici.

Tale DEX rappresenta tecnicamente anche il backend e le interfacce basate su software (frontend), che accedono ad un DEX per riflettere le informazioni sui token e gli ordini ivi contenuti. Un frontend di questo tipo è paragonabile a un browser che accede al trasferimento ipertestuale o al protocollo HTTPS (server centrale o database), tranne per il fatto che i nodi decentralizzati sono invece accessibili su un protocollo a catena di blocco. Tali interfacce sono spesso indicate come bacheche e possono essere progettate come un sistema di pura informazione, a condizione che vengano visualizzate graficamente solo le informazioni accessibili al pubblico, il che costituirebbe un servizio tecnico non regolamentato. È essenziale che la conclusione e l'adempimento del contratto avvenga direttamente sul DEX e non sull'interfaccia. Non vi è inoltre alcuna mediazione contrattuale fintanto che tale interfaccia o il suo operatore non sono una condizione sine qua non per la disponibilità di dettagli commerciali concreti e, di conseguenza, per la conclusione di un contratto. Ciò non avviene di norma se le informazioni accessibili al pubblico sono rappresentate solo da una catena a blocchi. 502

Nel BuA 2019/54 sul TVTG, il governo ha dichiarato che gli operatori di tali sistemi informativi forniscono informazioni aggregate sui prezzi delle offerte di acquisto e vendita di gettoni. Anche se questo può essere 503

il caso, non è obbligatorio e quindi de lege ferenda un sistema di informazione non può sempre essere qualificato come fornitore di servizi a prezzi VT.

504 In termini di legge sul prospetto informativo sui titoli, si deve notare in relazione a un DEX che un prospetto deve essere preparato e approvato per le offerte pubbliche di gettoni che rappresentano strumenti finanziari, a meno che non si applichi un'eccezione. I problemi possono anche derivare dal fatto che un DEX può portare a un'offerta globale di strumenti finanziari, ma non esiste una regolamentazione globale uniforme sui requisiti dei prospetti informativi; questo problema esiste di fatto sin dall'esistenza di Internet.

505 Su un DEX su cui vengono scambiati gettoni di sicurezza, i market maker (OTC) e gli internalizzatori sistematici possono in linea di principio agire come attori del mercato finanziario. È importante notare che le informazioni e le registrazioni dei prezzi nei sistemi di negoziazione e di ordini, i dati nei sistemi informativi o l'attività di un market maker non sono considerati messaggi che sarebbero necessari per un'offerta al pubblico. L'attività di tali partecipanti al mercato finanziario (su un DEX) non costituisce un'offerta al pubblico e pertanto non fa scattare l'obbligo di pubblicazione del prospetto. Entrambi gli attori sono responsabili in primo luogo dell'aumento della liquidità sul mercato dei capitali attraverso la negoziazione in proprio di strumenti finanziari in modo continuo o sistematico e in misura considerevole. Si segnala a tale riguardo che le imprese di investimento sono soggette a determinati obblighi di negoziazione per quanto riguarda i titoli di capitale e alcuni derivati ai sensi dell'art. 23 e dell'art. 28 del MiFIR.

506

Il GSP, come modificato dal GSP BuA 2019/93, copre anche i cosiddetti operatori di piattaforme di trading di valute o gettoni virtuali come persone soggette a due diligence. Anche se questo è inteso come un punto fermo, non è ancora chiaro che cosa debba essere regolato da questo. Come afferma il governo stesso, le cambiali gettonate contro il corso legale sono coperte dal fornitore di servizi di cambio VT. Se un attore agisce per conto del governo, detiene il gettone o la chiave privata del committente per almeno un secondo legale e successivamente viene registrato come custode della chiave VT o custode del gettone VT. Il significato pratico di questa disposizione nella DDA dovrà quindi essere prima stabilito.

Bibliografia

Amstutz Marc / Breitschmid Peter / Furrer Andreas / Girsberger Daniel / Huguenin Claire / Müller-Chen Markus / Roberto Vito / Rumo-Jungo Alexandra / Schnyder Anton K. (Hrsg), *CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht*, 3a edizione, Zurigo, 2016.

Andreas Vonkilch (Ed.), *Commento all'E-Money Act 2010*, Vienna 2015.

Assmann Heinz-Dieter / Sarto Uwe H. / Mülbart Peter O. *Legge sul commercio dei titoli*, 7a edizione, Colonia, 2019.

Athanassiou Phoebus / Mas-Guix Natalia, *ECB Legal Working Paper Series, Electronic Money Institutions - Current Trends, Regulatory Issues and Future Prospects*, n. 7 / luglio 2008.

Auffenberg Lutz, *moneta elettronica a catena*, BKR 7/2019, pag. 341.

Barnes Tom, *Banking Regulation Review*, decima edizione, Londra, 2019.

Beck Heinz / Sann Carl-Theodor / Kokemoor Axel, *KWG con CRR*, Heidelberg, 2017.

Bergt, J., Esneault, A., Feldkircher, T., & Nägele, T. (2019). National legal & regulatory frameworks in select European countries. Country Analysis Liechtenstein in *The Regulation of Tokens in Europe Parts A & B: The EU legal and regulatory framework*, 117-128.

Bergt, J. (2019). *Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft* (Doctoral dissertation, dissertation, Private Universität im Fürstentum Liechtenstein (UFL), Triesen).

*also released as

Bergt, J., (2020). Verantwortlichkeit der Leitungs- und Kontrollorgane in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft: unter Berücksichtigung des schweizerischen und österreichischen Rechts. Schulthess Juristische Medien.

Binder Andreas/Vetter Meinrad, Der Partizipationsschein - eine Auslegung in Lorandi Franco/Staehelin Daniel (Hrsg), Diritto innovativo, FS per Ivo Schwander, S 275, Zurigo/St.

Brandl Ernst / Saria Gerhard, WAG 2018, 2a edizione, Vienna, 2018.

BuA 2012/69 del 29.05.2012.

BuA 2012/150 del 27.11.2012.

BuA 2013/33 del 11.06.2013.

BuA 2014/69 del 08.07.2014.

BuA 2015/37 del 14.04.2015.

BuA 2015/89 del 01.09.2015.

BuA 2016/159 del 28.10.2016.

BuA 2017/14 del 04.04.2017.

BuA 2017/72 del 26.09.2017.

BuA 2018/98 del 30.10.2018.

BuA 2019/13 del 29.01.2019.

BuA 2019/54 del 07.05.2019.

BuA 2019/93 del 03.09.2019.

Libro di Mark, Die Blockchain und das Recht, LJZ 06.2018 (edizione 2), p. 55.

Casper Matthias / Terlau Matthias (Hrsg), ZAG: Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, Monaco, 2014.

Dornseifer Frank / Jesch Thomas / Klebeck Ulf / Tollmann Claus, Direttiva AIFM, Monaco, 2013.

ESMA/2015/1874, Q&A, Prospetti Informativi 23a versione aggiornata - 15 dicembre 2015.

Forstmoser Peter / Meier-Hayoz Arthur / Nobel Peter, diritto societario svizzero, Berna, 1996.

Frick Marie-Theres a Festschrift per Delle Karth Gert, 90 anni della Corte suprema del Principato, Il recente sviluppo del diritto societario del Liechtenstein alla luce dell'appartenenza al SEE, S 193, 2013.

Frick Mario, Riconoscimento ed esecuzione delle sentenze straniere nel Liechtenstein - Una panoramica, LJ issue 4/2010, p. 106.

Frick Rony, I tipi di azioni secondo il diritto societario del Liechtenstein, tesi di laurea Università di Berna, 1977.

Gruber Michael, Das Fern-Finanzdienstleistungs-Gesetz, wbl 2005, edizione 2, 15.02.2005, pag. 53.

Handschin Lukas, Zürcher Kommentar, 2a edizione, Disposizioni generali, art. 620-659b OR Die Aktiengesellschaft, 2a edizione, Zurigo, 2016.

Helbock Hein, Special Aspects of the Segmented Classified Person (PCC) in Liechtenstein, LJZ 1/18, pag. 22.

Höhlein Thomas / Weiß Hagen, Crypto-Assets, ICO e Blockchain: Prospectus law perspective and supervisory practice, RDF 2019, p. 116.

Honsell Heinrich, Tradizione e cessione - causale o astratta?, in *FS Wiegand Wolfgang*, S 349, Berna, 2005.

Jensen Michael C. / Meckling H. William, Teoria dello Studio: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, ottobre 1976, Volume 3, Issue 4 pp 305-360, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043.

Kalss Susanne / Oppitz Martin / Zollner Johannes, *Capital Market Law*, 2a edizione, Vienna, 2015.

Keiler Stephan / Klausner Alexander, *Diritto dei consumatori austriaco ed europeo*, 4° Lfg, Vienna, 2018.

Kletečka Andreas / Schauer Martin, ABGB-ON, 1.02, 1.04 e 1.06, sine loco, 2016, 2017 e 2019.

Krimphove Dieter, *Fintechs, Fondamenti giuridici delle moderne tecnologie finanziarie*, a partire da loco, 2019.

Kümpel Siegfried / Wittig Arne (Hrsg), *Diritto bancario e dei mercati dei capitali*, 4a edizione, Colonia, 2011.

Laurer René / Borns Rainer / Strobl Johann / Schütz Melitta / Schütz Oliver, *BWG*, 3a edizione, Vienna, 2010.

Laurer René / Schütz Melitta / Kammel Armin / Ratka Thomas (a cura di), *BWG*, 4a edizione, Vienna, 2019.

Layr Angelika / Marxer Matthias, *Natura giuridica e trasferimento di "gettoni" dal punto di vista del Liechtenstein*, LJZ 1/19, p. 11.

LTP del 26.10.2000, modifica del PGR (n. 153/1988, relazione della Commissione e disegno di legge modificato del 18 settembre 2000), 2a lettura.

Marxer Florian, Die personalistische Aktiengesellschaft im liechtensteinischen Recht, Eine Analyse unter besonderer Berücksichtigung des Rechts der Vinkulierung und der Aktionärbindungsverträge, SSHW Band-Nr 263, Zurigo, 2007.

Micheler Eva, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, Zu einer kapitalmarktrechtlichen Theorie des Wertpapierrechts - Effekten nach österreichischem, deutschem, english und russischem Recht, Habilitationsschrift WU Wien, 2003.

Nägele, T., Bergt, J., (2018). Kryptowährungen und Blockchain-Technologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht, Regulatorische Grauzone?, Liechtensteinische Juristen-Zeitung (LJZ), 18/2, 63-69.

* also cited as

Nägele, T., Bergt, J., (2018). Cryptocurrencies and Blockchain Technology in Liechtenstein Supervisory Law. Regulatory Grey Zone, Liechtensteinische Juristen-Zeitung (LJZ), 18/2, 63-69.

Öhri Uwe, Die Grundlagen der zivilrechtlichen Verantwortung der mit der Verwaltung und Geschäftsführung einer AG, Anstalt oder Stiftung entrusted with the administration and management of an AG, Anstalt oder Stiftung, LJZ 12.2007 (edizione 4), pag. 100.

*Opilio Antonius*⁹¹⁷, Commento di lavoro sul diritto di proprietà del Liechtenstein, Volume I, Dornbirn, 2009.

Patz Anika, Piattaforme di trading per le valute criptate e i cryptoasset, BKR 9/2019, S 435.

Piska Christian / Völkl Oliver, Blockchain Rules, Vienna, 2019.

Rummel Peter / Lukas Meinhard, ABGB, 4a edizione, Vienna, 2018.

Rummel Peter, ABGB, 3a edizione, Vienna, 2007.

Schopper Alexander / Raschner Patrick, The regulatory classification of crypto stock exchange in Austria, ÖBA 4/2019, pag. 249.

Schopper Alexander / Walch Mathias, Die Reform der liechtensteinischen GmbH, LJZ 03.2017 (edizione 1), pag. 1.

Schwimann Michael / Kodek Georg E., ABGB Praxiskommentar, 4 edizione, Vienna, 2011.

Schwimann Michael / Neumayr Matthias (a cura di), ABGB Taschenkommentar, 4 edizione, Vienna, 2017.

Seeger Norbert, La responsabilità secondo gli art. 218-228 del diritto delle persone e delle società del Liechtenstein, Berna, 1987.

Stadler Arthur / Pfeil Andreas, criptovalute come merce volatile secondo § 18 Abs 1 Z 2 FAGG?, VbR 03, maggio 2018, S 101 (S 103).

Stark Emil W. / Lindenmann Barbara, a Berner Kommentar, Der Besitz Art 641-977 ZGB, 4a edizione, Berna, 2016.

⁹¹⁷ Questo nome è usato dall'autore come traductionym (pseudonimo) del *pastore Anton*.

Terlau Matthias in Schimansky Herbert / Bunte Hermann-Josef / Lwowski Hans-Jürgen (Hrsg), *Manuale di diritto bancario*, 5a edizione, Monaco, 2017.

Triffterer Otto / Rosbaud Christian / Hinterhofer Hubert (a cura di), *Salzburg Commentary on the StGB*, 40th Lfg, Vienna, 2019.

Relazione di consultazione del governo sulla creazione di una legge sui sistemi di transazione basati su tecnologie affidabili (VT) (legge Blockchain; legge VT; VTG) e la modifica di altre leggi del 28 agosto 2018.

Weilinger Arthur (Ed.), *ZaDiG*, Vienna, 2017.

Weitnauer Wolfgang / Boxberger Lutz / Anders Dietmar, *KAGB*, 2a edizione, Monaco, 2017.

Wohlschlägl-Aschberger Doris (Hrsg), *MiFID II, Diritto, Pratica, Prospettive*, Francoforte sul Meno, 2018.

Zivny Thomas, *KMG (Kapitalmarktgesetz)*, breve commento, 2a edizione, Vienna 2016.

*this work was also published under:

Bergt, J. (2020). *Token as Value Rights & Token Offerings and decentralized Trading Venues (Japanese): An analysis of securities civil law and securities supervision law from the perspective of Liechtenstein, with particular reference to relevant Union acts* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token as value rights & Token offerings and decentralized trading venues (English): An analysis of securities civil law and securities supervision law from the perspective of Liechtenstein, with particular reference*

to relevant Union acts (Vol. 1). BoD–Books on Demand, ISBN 9783751937962.

Bergt, J. (2020). *Token as Value Rights & Token Offerings and decentralized Trading Venues (Russian): An analysis of securities civil law and securities supervision law from the perspective of Liechtenstein, with particular reference to relevant Union acts* (Vol. 1). BoD–Books on Demand, ISBN 9783751935968.

Bergt, J. (2020). *Token as Value Rights & Token Offerings and decentralized Trading Venues (Chinese simplified): An analysis of securities civil law and securities supervision law from the perspective of Liechtenstein, with particular reference to relevant Union acts* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token como Derechos de Valor & Ofertas de Token y Centros de Comercio Descentralizados: Un análisis del derecho civil de valores y la legislación de supervisión de valores desde la perspectiva de Liechtenstein, con especial referencia a los actos pertinentes de la Unión* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Tokenowe Prawa do Wartości & Oferty Tokenowe i Zdecentralizowane Centra Handlowe: Analiza prawa cywilnego w zakresie papierów wartościowych i prawa nadzoru nad papierami wartościowymi z perspektywy Liechtensteinu, ze szczególnym uwzględnieniem odpowiednich aktów Unii* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token als Waarderechten & Tokenaanbiedingen en Gedecentraliseerde Handelscentra: Een analyse van het burgerlijk effectenrecht en het recht inzake effectentoezicht vanuit het oogpunt van Liechtenstein, met bijzondere aandacht voor de desbetreffende besluiten van de Unie* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token como Direitos de Valor & Token Offerings e Centros Comerciais Descentralizados: Uma análise do direito civil e do direito de supervisão dos valores mobiliários na perspectiva do Liechtenstein, com especial referência aos actos relevantes da União* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Les Tokens comme Droits de Valeur & Offres de Tokens et Centres Commerciaux Décentralisés: Une analyse du droit civil des valeurs mobilières et du droit de la surveillance des valeurs mobilières du point de vue du Liechtenstein, avec une référence particulière aux actes pertinents de l'Union* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token als Wertrechte und Token Offerings und dezentrale Handelsplätze: Eine wertpapierzivilrechtliche und wertpapieraufsichtliche Analyse aus der Perspektive Liechtensteins unter besonderer Berücksichtigung einschlägiger Unionsrechtsakte* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Registro giudiziario

BGH VIII ZR 249/14 del 17.06.2015

LPPB B-4772/2017 del 19.12.2017.

EFTA E-9/17 del 30 maggio 2018, Edmund Falkenhahn AG / Financial Market Authority Liechtenstein, <https://eftacourt.int/download/9-17-judgment/?wpdmdl=1805>

CGCE C-191/15 del 28.07.2016, VKI/Amazon EU Sàrl, ECLI:EU:C:2016:612

OGH in data 09 C 271/98-201 del 03.03.2005, LES 2006, 161.

öOGH a 2 Ob 155/16g dal 14.12.2017, ECLI:AT:OGH0002:2017:0020OB00155.16G.1214.000

RIS Justice RS0012049, ECLI:AT:OGH0002:1951:RS0012049.

StGH 1975/002 del 29.04.1975, ELG 1973, 381.

UVS Vienna del 5 maggio 2004 il 06/42/9144/2003.

Fonti digitali

Alexandra Petruş, Come estrarre i dati da un conto iCloud 2FA, 12 agosto 2019, <https://www.iphonebackupextractor.com/blog/extract-data-two-factor-authentication/>, aufgerufen am 28.08.2019.

Articolo tecnico di BaFin, tokenization, 15.04.2019, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa_bj_1904_Tokenisierung.html.

Informazioni BaFin sui fatti della negoziazione per conto proprio e per conto proprio datate 22.03.2011, modificate da ultimo il 15.05.2018, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_110322_eigenhandel_eigengeschaeft_neu.html.

BaFin Merkblatt Emissionsgeschäft, 07.01.2009, modificato da ultimo il 24.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090107_tatbestand_emissionsgeschaeft.html.

BaFin Leaflet multilaterale di trading facility del 07.12.2009, modificato da ultimo il 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091208_tatbestand_multilaterales_handelssystem.html.

BaFin Leaflet Review of securities prospectuses for comprehensibility, GZ: WA 51-Wp 7115-2019/0099, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_verstaendlichkeitspruefung_prospekte.pdf?blob=publicationFile=8.

BaFin Merkblatt, Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG) del 22.12.2011, modificata da ultimo il 29.11.2017,

https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html?nn=9450978#doc7846622bodyText33.

BaFin, Lettera interpretativa sull'ambito di applicazione del KAGB e sul termine "Fondo d'investimento", 14.06.2013, modificata da ultimo il 09.03.2015, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_130614_Anwendung-sber_KAGB_begriff_invvermoegen.html

BaFin, Crowdlending, datato 4 gennaio 2018, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending_node.html.

BaFin, Notes on financial instruments pursuant to section 1 (11) sentences 1 to 3 of the KWG, 20.12.2011, modificata da ultimo il 26.07.2018, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html.

BaFin, opuscolo sull'intermediazione di investimenti del 17 maggio 2011, modificato da ultimo il 13 luglio 2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html.

BaFin, opuscolo sulle attività di custodia, 06.01.2009, modificato da ultimo il 17.02.2014, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090106_tatbestand_depotgeschaeft.html

BaFin, foglio informativo sull'attività creditizia, datato 08.01.2009, modificato da ultimo il 02.05.2016, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090108_tatbestand_kreditgeschaeft.html.

BaFin, attività di collocamento di fogli informativi, 10.12.2009, modificato da ultimo il 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091211_tatbestand_platzierungsgeschaeft.html.

BaFin, Merkblatt Zweites Hinweisschreiben zu Prospekt- und Erlaubnisspflichten in Zusammenhang der Ausgabe weiterer Krypto-Token, GZ: WA 51-Wp 7100-2019/0011 und IF 1-AZB 1505-2019/0003, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_ICOs.pdf?blob=publicationFile=1.

BaFin, obbligo di pubblicazione del prospetto, 01.11.2013, modificato da ultimo il 05.08.2019, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/Prospektpflicht/prospektpflicht_node.html.

BaFin, circolare 08/2017 (VA) - Strumenti finanziari derivati e prodotti strutturati del 30.08.2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1708_derivate_finanzinstrumente_va.html.

Bont Patrick, Kryptowährungen - e cosa fanno i regolatori?, 26.10.2017, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-digital-banking-liechtenstein.pdf>

Buterin Vitalik, 13.10.2018, 10:21, https://twitter.com/VitalikButerin/status/1051160932699770882?ref_src=twsrc%5Etfw convocato il 30.09.2019.

Buterin Vitalik, <https://bitcoinmagazine.com/articles/what-proof-of-stake-is-and-why-it-matters-1377531463>/<https://bitcoinmagazine.com/articles/what-proof-of-stake-is-and-why-it-matters-1377531463/>, aufgerufen am 15.09.2019.

Progetto di relazione sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding (ECSP) per le imprese (COM(2018)0113 - C8-0103/2018 - 2018/0048(COD)), 10.08.2018, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdfhttps://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdf.

DStoq (DSQ Token): Licensed Decentralized Stock & Crypto Exchange?, 04.08.2018, <https://bitcoinexchangeguide.com/dstoq-dsq-token/>, [aufgerufen](#) am 15.09.2019.

Rapporto EBA con consigli per la Commissione Europea su crypto-assets, 09.01.2019, <https://eba.europa.eu/documents/10180/2545547/EBA+Report+on+crypto+assets.pdf>.

Parere dell'EBA sulle "valute virtuali", EBA/Op/2014/08 vom 04.07.2014, <https://eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+su+Virtual+Currencies.pdf>.

ESMA Advice, Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9 gennaio 2019 | ESMA50-157-1391, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf.

ESMA Allegato 1 Qualificazione giuridica dei cripto-asset - indagine presso le autorità nazionali garanti della concorrenza, gennaio 2019, ESMA50-157-1384, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf.

ESMA Discussion Paper 2012/117, Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.02.2012, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-117.pdf>.

Linee guida dell'ESMA 2013/611 sui concetti chiave della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD), versione corretta del 30.01.2014 delle Linee guida sui concetti chiave della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi pubblicate il 13.08.2013 (ESMA/2013/611), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_de_cor-_revised_for_publication.pdf

ESMA Domande e risposte ESMA70-872942901-38 vom 12.07.2019, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38_gas_markets_structures_issues.pdf.

ESMA Report 50-164-2430 vom 12.07.2019, Licensing of FinTech business models, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-2430_licensing_of_fintech.pdf.

BCE, Rapporto sulla moneta elettronica, agosto 1998, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/emoneyen.pdf>.

EZB, Virtual Currency Schemes, ottobre 2012, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>.

FCA (UK Financial Conduct Authority), The Perimeter Guidance Manual (PERG release 42 September 2019), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>, aufgerufen am 15.09.2019.

Circolare FINMA 2008/3, Depositi al dettaglio presso istituti non bancari, 20.11.2008, modificata da ultimo il 26.06.2019, <https://www.finma.ch/de/dokumentation/rundschreiben/archiv/archiv-2008/>

Direttive della FINMA del 16.02.2018 per le domande di subordinazione relative alle offerte iniziali di monete (OIC), <https://www.finma.ch/de/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>
First Blockchain Security Token Exchange - Costruito su Stellar (XLM), 31.07.2018, <https://cryptocoinspy.com/first-blockchain-security-token-exchange-built-on-stellar-xlm/>, aufgerufen am 15.09.2019.

Comunicazione FMA 2019/1 - Obblighi supplementari relativi all'emissione e al riscatto di gettoni delle quote del fondo e alla tenuta del registro delle azioni per i gettoni delle quote del fondo del 03.09.2019, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-mitteilung-2019-01.pdf>

Direttiva FMA 2019/7 dell'11.06.2019, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-wl-2019-7-sicherungsmaßnahmen.pdf>.

FMA, L'innovazione come sfida - e come opportunità, 20.09.2017, <https://www.fma-li.li/de/news/20170920-innovation-als-herausforderung-und-als-chance.html?comefrom=career>, convocato il 15.09.2019

Griffin John M. / Shams Amin, Is Bitcoin Really Un-Tethered?, 13.06.2018, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066.

Hacker Philipp / Thomale Chris, Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law, 22.11.2017, rivisto da ultimo il 17 aprile 2019, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820

<https://bittrexglobal.zendesk.com/hc/en-us/articles/360009624760>, visitato il 29 ottobre 2019.

<http://www.e-archiv.li/personDetail.aspx?persID=30919&ackurl=auto>.

<https://0x.org/>, convocato il 15.09.2019.

<https://bitcoin.stackexchange.com/questions/38994/will-there-be-21-million-bitcoins-eventually>; https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supplyhttps://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supply, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://bitcoin.stackexchange.com/questions/38994/will-there-be-21-million-bitcoins-eventually>, aufgerufen am 15.09.2019.

<https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Coin>, chiamato il 08.08.2019.

<https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Token>, chiamato il 08.08.2019.

<https://dstoq.com/>, convocato il 15.09.2019.

<https://dutchx-rinkeby.d.exchange/>, convocato il 15.09.2019.

https://en.bitcoin.it/wiki/Genesis_block, convocato il 15.09.2019.

<https://en.bitcoin.it/wiki/Weaknesses>, convocata il 15.09.2019.

<https://etherdelta.com/>, visitato il 15 settembre 2019.

<https://etherscan.io/chart/blocktime>.

<https://github.com/trottier/original-bitcoin/blob/master/src/main.cpp>, convocato il 15.09.2019.

<https://idex.market/>, convocata il 15.09.2019.

<https://international.bittrex.com/>, convocato il 15.09.2019.

<https://kyber.network/>, convocato il 15.09.2019.

<https://londondx.com/about/>, convocato il 15.09.2019.

<https://poloniex.com/>, convocato il 15.09.2019.

https://register.fca.org.uk/ShPo_FirmDetailsPage?id=001b000000Op9S8AAJ, convocato il 15.09.2019.

<https://stellarterm.com/>, convocato il 15.09.2019.

<https://tether.to/>, convocata il 7 ottobre 2019.

<https://tether.to/contact-us/>, chiamato il 29.07.2019.

<https://tether.to/legal/>, nella versione del 26.02.2019, accessibile il 29.07.2019.

<https://token.store/>, accessibile il 15.09.2019.

<https://uniswap.io/>, visitato il 15 settembre 2019.

<https://www.airswap.io/>, convocato il 15.09.2019.

<https://www.bancor.network/>, convocato il 15.09.2019.

<https://www.binance.com/>, convocato il 15.09.2019.

<https://www.bitpanda.com/de>, convocato il 15.09.2019.

<https://www.coinbase.com/>, convocato il 15.09.2019.

<https://www.duden.de/rechtschreibung/Kennung>, visitato il 4 agosto 2019.

<https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>, convocato il 15.09.2019.

<https://www.fma-li.li/de/aufsicht/bereich-banken/banken-und-wertpapierfirmen/bewilligungen-zulassungen.html>, convocato il 15.09.2019.

<https://www.fma-li.li/de/kundenschutz.html>, convocato il 15.09.2019.

https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf, chiamato il 04.08.2019.

<https://www.kraken.com/>, chiamato il 15.09.2019.

<https://www.openfinance.io/>, convocata il 15.09.2019.

<https://www.swisscryptotokens.ch/wp-content/uploads/2019/06/Prospectus-XCHF-2019-07-v1.0-1.pdf>, convocato il 15.09.2019.

Khatri Yogita, Tether dice che la sua USDT Stablecoin potrebbe non essere sostenuta da Fiat Alone, <https://www.coindesk.com/tether-says-its-usdt-stablecoin-may-not-be-backed-by-fiat-alone><https://www.coindesk.com/tether-says-its-usdt-stablecoin-may-not-be-backed-by-fiat-alone>, aufgerufen am 07.10.2019.

Associazione dei banchieri del Liechtenstein, opuscolo informativo sui tipi e i rischi degli strumenti finanziari, 3a edizione, edizione elettronica n. B9808d, <https://www.bankfrick.li/Portals/0/06-downloads/diverse/risiken-im-effektenhandel.pdf>

Mersch Yves, discorso alla Conferenza giuridica della BCE, Francoforte sul Meno, 2 settembre 2019, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190902~aedded9219.en.html>, convocato il 04.10.2019

Miller Mark S. / Drexler K. Eric, *The Agoric Papers in The Ecology of Computation*, *Huberman* (Hrsg), *Markets and Computation: Agoric Open Systems, Incentive Engineering: per la gestione delle risorse computazionali, Ecologia comparativa: A Computational Perspective*, Nordholland, 1988, <https://e-drexler.com/d/09/00/AgoricsPapers/agoricpapers.html>, aufgerufen am 01.10.2019.

*Nakamoto Satoshi*⁹¹⁸, <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, chiamato il 15.09.2019.

Relazione sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di finanziamento del crowdfunding (ECSP) per le imprese (COM(2018)0113 - C8-0103/2018 - 2018/0048(COD)), A8-0364/2018, 09.11.2018, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0364_EN.html

Seth Rosenblatt/Jason Cipriani, Autenticazione a due fattori: What you need to know (FAQ), 15 Juni 2015, <https://www.cnet.com/news/two-factor-authentication-what-you-need-to-know-faq/>, aufgerufen am 28.08.2019.

Sritanshu Sinha, IEO, ICO, STO e Now IDO - Come raccogliere fondi per Crypto nel 2019?, 01.09.2019, <https://cointelegraph.com/news/ieos-icos-stos-and-now-idos-how-to-raise-funds-for-crypto-in-2019>, aufgerufen am 02.09.2019.

Szabo Nick, Smart Contracts, 1994, <https://web.archive.org/web/20011102030833/http://szabo.best.vwh.net/smart-contracts.html> (è disponibile solo il link all'archivio).

Valera Valeria, Tether Burns Half A Billion USDT Coins In An Act Of Redemption, 25.10.2018, <https://www.criptomonedaseico.com/en/news-en/tether-burns-half-a-billion-usdt-coins-in-an-act-of-redemption/>, aufgerufen am 29.07.2019.

⁹¹⁸ Pseudonimo della persona o delle persone che hanno sviluppato il protocollo Bitcoin.

Ufficiale giudiziario Hans-Ueli, Diritto societario,
<https://www.rwi.uzh.ch/elt-1st-vogt/gesellschaftsrecht/grundlagen/de/html/index.html#>

WKO, Alternative Investment Fund Manager Act (AIFM-G),
07.11.2013, <https://www.wko.at/branchen/information-consulting/finanzdienstleister/artikel-aifm-g.pdf>

Wozke Martin, Smart Contracts: In caso di stipula di contratti tra computer, 11.07.2017, <https://blockchain-hero.com/smart-contracts-vertraege-zwischen-computern/>, chiamato il 01.10.2019

Abstract

Questo documento accademico tratta sia gli aspetti di diritto civile (valori mobiliari) che quelli di diritto normativo (valori mobiliari). Viene così fornita una sintesi del diritto di proprietà, che si occupa della classificazione dei gettoni secondo il diritto del Liechtenstein.

Inoltre, verranno discussi i titoli dematerializzati, noti all'ordinamento giuridico del Liechtenstein da quasi 100 anni. La situazione giuridica relativa ai titoli e ai titoli in forma scritturale prima dell'entrata in vigore della "Legge sulle catene di blocco" (TVTG) viene descritta in dettaglio qui di seguito e i titoli in forma scritturale ai sensi della TVTG (principio di astrazione) e i titoli in forma scritturale ai sensi della PGR come modificata dal Foglio federale 2019/93 (principio di causalità) vengono discussi in dettaglio.

Il diritto civile e societario è incentrato sul Liechtenstein, mentre le basi del diritto societario svizzero di ricezione e la ricezione generale del diritto civile del diritto austriaco sono prese in considerazione anche.

La parte relativa alla vigilanza è chiaramente al centro del diritto dell'Unione, ma tiene conto anche delle specificità nazionali del Liechtenstein, dell'Austria e della Germania oltre che degli atti giuridici europei.

Pertanto, i gettoni e i modelli di business basati sui gettoni sono esaminati anche alla luce degli atti giuridici dell'Unione come MiFIR, MiFID II, CRR, CRD IV, CSDR, EMIR, AIFMD, UCITSD, direttiva sulla moneta elettronica II, PSD II, MAD/MAR, regolamento sul prospetto, quinta direttiva antiriciclaggio e altri regolamenti, direttive, nonché regolamenti di attuazione e regolamenti delegati. Un'attenzione particolare è rivolta

alle borse criptate e alle piazze commerciali decentralizzate (DEX). Inoltre, l'attenzione si concentrerà sul diritto dei consumatori in termini di gettoni e contratti di vendita a distanza, tenendo conto della VRRRL e della direttiva sulle clausole. In questo contesto vengono trattati più dettagliatamente anche i gettoni come dati o software e quindi come contenuto digitale e di conseguenza merce e vengono mostrati i paralleli ai gettoni come gettoni con valore intrinseco o valute virtuali in contrasto con la moneta fiat.

Inoltre, l'autore intende spiegare l'attività di deposito, le transazioni di moneta elettronica e gli strumenti finanziari come vasi comunicanti in contrasto con le valute virtuali. Sebbene si tratti principalmente di una controversia legale, gli aspetti tecnici della Distributed Ledger Technologies, come la catena di blocchi come banca dati decentralizzata, gettoni & monete, contratti intelligenti, agoric computing, identità auto-sovrana, ecc... - nella misura in cui ciò è necessario per la valutazione legale - sono spiegati in modo più dettagliato; inoltre, nelle tesi e nelle possibili applicazioni della tecnologia della catena di blocchi sono inclusi anche i retroscena economici e le scuse per una migliore comprensibilità.

In questo modo, la moneta elettronica dovrebbe essere decifrata in modo comprensibile anche in relazione alle valute crittografiche sulla base del caso pratico rilevante di USD-Tether e dovrebbe essere discussa un'eventuale ripresa della "clausola della suoneria" nella moneta elettronica.

La presente discussione è da intendersi come un lavoro scientifico con rilevanza pratica per la consulenza in relazione alle start-up a catena di

blocco, la rappresentanza presso le autorità di vigilanza, nonché consigli generalmente utili su come evitare insidie nella realizzazione di progetti imprenditoriali dal punto di vista legale. In questo contesto, questo libro si rivolge ad avvocati, consulenti legali interni, nonché ad autorità, tribunali, scienziati e altre parti interessate nel campo del diritto dei mercati finanziari e della tecnologia delle catene di blocco.

curriculum vitae

Dr. iur. Josef Bergt

Data di nascita: 19.11.1991

Luogo di nascita: AT-6179 Ranggen, Tirolo

Josef Bergt è specializzato nei settori del Liechtenstein e del diritto bancario e dei mercati finanziari europei, del diritto societario e dei mercati dei capitali e del diritto informatico e ha una vasta esperienza nel quadro normativo dei mercati finanziari, in particolare per quanto riguarda la Distributed Ledger Technology (DLT) e le sue varie varianti come blockchain, Directed Acyclic Graphs (DAG), hashgraph, holochain, ecc., comprese le vendite di gettoni e le offerte di gettoni come le offerte iniziali di monete, gli eventi che generano gettoni e le offerte di gettoni di sicurezza (ICO/TGE/STO). Inoltre, Josef Bergt ha esperienza nella creazione di istituti finanziari regolamentati e intermediari finanziari, nella concessione di licenze a tali istituti e nella preparazione di prospetti di titoli e nella loro approvazione da parte dell'autorità di vigilanza competente. Inoltre, ha esperienza nel contenzioso in materia di diritto civile e commerciale. Inoltre, ha una profonda conoscenza della protezione dei dati.

Josef Bergt ha fatto parte del team che ha supportato il primo prospetto dei gettoni di sicurezza approvato dall'Autorità per i mercati finanziari del Liechtenstein (FMA) nell'agosto 2018. Josef Bergt è anche un sostenitore del "Blockchain Act" del Liechtenstein (Token e VT Service Provider Act; TVTG) e della scena dei blockchain del Liechtenstein. Inoltre, ha anche fatto parte del team che ha proposto il quadro giuridico per un documento di regolamentazione dei gettoni dell'UE tramite thinkBLOCKtank asbl. Infine, nell'ambito della sua attività legale, Josef

Bergt ha fornito consulenza e assistenza legale a più di 250 start-up e intermediari finanziari, alcuni dei quali a catena di blocco, e in questo contesto ha elaborato perizie e condizioni contrattuali secondo il diritto dei mercati finanziari, oltre a fornire i relativi chiarimenti legali e a rappresentare la società di fronte alle autorità.

Oltre alla sua attività di autore scientifico, Josef Bergt è anche relatore in occasione di eventi internazionali e nelle università, dove fornisce informazioni sull'interazione delle nuove tecnologie con il diritto esistente.

Formazione

2019 – 2020	Corso intensivo di contabilità, Centro di formazione professionale e perfezionamento professionale (bzb) Buchs, Cantone San Gallo
2018 – 2020	Studiato Executive Master of Laws (Diritto societario, delle fondazioni e della fiducia), Università del Liechtenstein.
2018 – 2020	Studio Executive Master of Laws (diritto bancario e dei mercati finanziari), Università del Liechtenstein.
2017 – 2019	Dottorato in giurisprudenza al di sotto della durata minima degli studi, Università privata UFL nel Principato del Liechtenstein, Triesen.

05/2018	Corso intensivo "Responsabile della protezione dei dati aziendali", Università del Liechtenstein.
2015 – 2016	Cambridge International Legal English (ILEC, livello C1), WIFI Innsbruck.
2015	Diploma in giurisprudenza nella durata minima degli studi, Università Leopold-Franzens di Innsbruck.

Pubblicazioni

Responsabilità degli organi di direzione e di controllo della società per azioni del Liechtenstein - in considerazione del diritto svizzero e austriaco, Schulthess Verlag Zürich, 2020, ISBN 978-3-7255-8112-2 (ristampa della tesi di laurea, Università privata del Principato del Liechtenstein, 2019).

Bergt / Esneault / Feldkircher / Nägele, National legal & regulatory frameworks in selected European countries, Country Analysis Liechtenstein in The Regulation of Tokens in Europe Parts A & B: The EU legal and regulatory framework, thinkBLOCKtank asbl, S 117, Juni 2019.

Cryptocurrencies and block-chain technology in Liechtenstein supervisory law, Regulatory Grey Zone?, Nägele / Bergt in Liechtensteinische Juristen-Zeitung, Issue 2, (LJZ 2/18), pag. 63, giugno 2018.

Retrocessioni e le conseguenti pretese nei confronti dei gestori patrimoniali svizzeri - La responsabilità degli organi delle associazioni del Liechtenstein per mancata rivendicazione, Schwärzler / Bergt / Vollrath in Liechtenstein Journal (LJ), 33a edizione 1/2017, pag. 2, marzo 2017.

Fusione per la costituzione della Gesellschaft bürgerlichen Rechts, AV Akademikerverlag (ISBN 10: 3639886607, ISBN 13: 978-3639886603), aprile 2016.

Attività pratiche

- | | |
|---------------|---|
| 01/18 – 03/20 | Apprendista presso la NÄGELE Rechtsanwälte GmbH, Vaduz. |
| 01/18 – 12/19 | Responsabile della protezione dei dati di NÄGELE Rechtsanwälte GmbH, Vaduz. |
| 01/17 – 12/17 | Apprendista presso gli avvocati Schwärzler, Schaan. |
| 05/16 – 10/16 | Tirocinio presso il Tribunale del Princely District di Vaduz. |
| 01/16 – 03/16 | Stage presso il tribunale distrettuale di Telfs. |
| 04/12 – 12/12 | Assistente legale, studio legale Dr. Peter Bergt. |

La Vanity Card n. 1 di Josef:

"Giuseppe, dove sei?"

"Da qualche parte, qualcosa di incredibile sta aspettando di essere conosciuto".⁹¹⁹

⁹¹⁹ *Carl Sagan.*

