

Diritto del Fintech

a cura di
Marco Cian e Claudia Sandei



Wolters Kluwer

CEDAM

CONTENUTI

Le nuove tecnologie sono ormai entrate prepotentemente nelle dinamiche finanziarie, rimodulando, talvolta sovvertendo gli schemi relazionali tradizionali e proponendo nuove forme di business, nuove strategie e nuove sfide: le criptovalute, la robo-consulenza, i *mobile-payments*, il *crowdfunding* e molte altre sono realtà già profondamente diffuse nell'economia finanziaria, che si fondano sulle innovazioni radicali offerte dalle tecnologie *blockchain*, dall'intelligenza artificiale e dal *machine learning*.

L'impatto di tali innovazioni è straordinario anche sul sistema normativo, nazionale ed europeo, che presiede al corretto andamento dei mercati e alla tutela delle imprese e degli investitori.

Il volume offre il più ampio e completo approfondimento oggi possibile su ciascuna delle tematiche giuridiche investite dal fenomeno *Fintech*, sia sotto il profilo dell'analisi teorica, che dal punto di vista della considerazione della prassi giurisprudenziale e degli orientamenti delle *Authorities* e con una ricca presentazione del quadro internazionale.

INDICE SOMMARIO

Indice degli Autori	XIX
Elenco delle Abbreviazioni	XXIII
INTRODUZIONE	XXXVII

PARTE PRIMA

I TEMI

Intermediazione, disintermediazione, nuova intermediazione: i problemi regolatori

Gian Paolo La Sala

1. Premessa	3
2. L'innovazione tecnologica nella prestazione dei servizi finanziari tradizionali e i servizi cc.dd. <i>over-the-top</i>	4
3. Il problema dell'inquadramento degli altri prodotti e servizi tecno-finanziari	7
4. La <i>regulatory sandbox</i>	8
5. L' <i>innovation hub</i> della Banca d'Italia	11
6. L'automazione	12
7. Le piattaforme telematiche	16
8. Le valute virtuali	22

La nuova vigilanza. RegTech e capitale umano

Andrea Perrone

1. Il <i>RegTech</i> tra complessità regolamentare e innovazione tecnologica	27
2. Gli ambiti di intervento	29
2.1. La prevenzione del riciclaggio	29
2.2. I requisiti prudenziali	30
2.3. Gli obblighi di <i>reporting</i>	31
2.4. Le regole di comportamento nel mercato dei capitali ...	31
3. I benefici del <i>RegTech</i> per gli intermediari e le autorità di vigilanza	32
4. Costi e rischi dell'innovazione tecnologica	34
5. <i>Compliance</i> e vigilanza nell'epoca del <i>RegTech</i>	35
6. Ripensare la regolamentazione?	37

De-localizzazione e a-territorialità

Francesco Vella – Giulia Giordano

1. Globalizzazione e non luogo	39
2. La “crisi” della banca territoriale	44
3. Gli altri settori finanziari: i “mobili confini” del sistema finanziario	50
4. Gli approcci regolatori: <i>new wine in old bottles?</i>	52

Automazione dei processi e dei servizi, imputazione e responsabilità

Andrea Guaccero

1. L’innovazione digitale nell’industria dei servizi	57
2. La macchina quale fattore produttivo nel processo di fornitura del servizio finanziario: a) la sua rilevanza rispetto al rapporto impresa-cliente	58
3. b) la sua rilevanza rispetto all’organizzazione dell’impresa	60
4. La possibile interazione tra macchina e cliente: a) la macchina quale esecutore del contratto	64
5. b) imputazione e responsabilità	66
6. Regole di condotta e regole di responsabilità	70

L’informazione ai fruitori dei servizi

Ugo Minneci

1. L’impatto della innovazione tecnologica sul sistema finanziario ...	73
2. <i>Equity crowdfunding</i> e obblighi di informativa	74
3. (Segue) Criticità	79
4. La natura “riservata” dell’offerta di titoli di debito tramite portali <i>on-line</i> : riflessi di disciplina	82
5. <i>Marketplace lending</i> e offerta di servizi (anche) informativi da parte della piattaforma	84
6. (Segue) Il problema delle riserve di attività	85
7. (Segue) Verso un nuovo <i>design</i> di regole	87

Cybersicurezza: integrità dei processi e dei dati

Andrea Tina

1. Cybersicurezza e sviluppo delle reti e dei sistemi informativi ...	89
2. I benefici delle tecniche di <i>Big Data Analytics</i>	91

3. Tecnologie dell'informazione e della comunicazione e <i>cyber risk</i> ...	94
4. Circolazione delle informazioni e protezione dei dati personali ...	97
5. Sicurezza delle reti e dei sistemi informativi	103
6. Considerazioni conclusive: polizze <i>cyber risk</i> e <i>business judgment rule</i>	109

La tracciabilità dei movimenti finanziari: anonimato e pseudonimato

Elisabetta Pederzini

1. Introduzione	113
2. Profili penalistici: criptovalute, tracciabilità, antiriciclaggio e finanziamento delle attività criminose	116
3. Profili privatistici: <i>Fintech</i> , tracciabilità, Regolamento Europeo 2016/679 e trattamento dei dati personali	127

PARTE SECONDA LE TECNICHE

DLT, blockchain e smart contract

Pierluigi Gallo

1. La <i>blockchain</i> : cenni generali	137
2. <i>Bitcoin</i>	138
3. <i>Blockchain</i> e DLT	139
4. Gli <i>smart contract</i>	146

AI, Machine Learning, and Algorithms

Fabio Vandin

1. Introduction	149
2. AI, Machine Learning, and Algorithms	150
3. Machine Learning: An Overview	151
3.1. Learning: Supervised, Unsupervised, and Reinforcement	152
3.2. The Components of a (Supervised) Machine Learning System	153
3.3. Deep Learning	156
4. Limitations and Pitfalls	157
5. Conclusions	159

PARTE TERZA
I FENOMENI

Sezione I
Il denaro

I pagamenti elettronici

Linda Miotto – Marco Speranzin

1. I pagamenti elettronici: una nozione tecnologicamente neutra ...	163
2. Le direttrici della disciplina europea	167
3. Dall'operazione al servizio di pagamento. Dal servizio di pagamento ai servizi collaterali	169
4. I tempi del pagamento elettronico. Implicazioni interpretative ...	172
5. L'evoluzione delle carte di pagamento: tecnica e interpretazione ...	177
6. <i>Mobile e Internet Payments</i> : il fenomeno e i suoi profili giuridici	180
7. L'incremento della sicurezza. Misure tecniche e normative	182
8. Le responsabilità per pagamento non autorizzato nella prospettiva delle nuove tecnologie. I rapporti tra istituto di radicamento di conto e cliente	185
9. (Segue) Il riparto di responsabilità tra prestatori di servizi di pagamento	191
10. Le intersezioni con la disciplina a protezione dei dati personali: cenni	193

La moneta elettronica

Paolo Cuomo

1. Profili funzionali e strutturali della moneta elettronica	195
2. La fattispecie "moneta elettronica"	199
3. La disciplina privatistica della moneta elettronica: circolazione della moneta elettronica e relativi rischi	202
4. (Segue) Moneta elettronica e obbligazione pecuniaria sottostante alla operazione di pagamento	207
5. La disciplina pubblicistica della moneta elettronica: l'attività di emissione della moneta elettronica	210
6. La disciplina degli emittenti di moneta elettronica: gli IMEL ...	212

Le monete virtuali: natura giuridica e disciplina dei prestatori di servizi connessi

Vincenzo De Stasio

1. La moneta virtuale e i prestatori di servizi connessi	215
2. CBDC e tassonomia delle “digital currencies”	219
3. Rapporto tra DLT e moneta	224
4. Valore, denaro e fiducia	229
5. Struttura e funzione nella qualificazione giuridica delle valute virtuali	233
6. La natura giuridica delle monete virtuali nell’ordinamento italiano	238
7. <i>Wallet service providers</i> e <i>Exchangers</i>	240

Sezione II

Il finanziamento

I portali per il crowdfunding

Nicoletta Ciocca

1. I portali <i>on line</i> per la “raccolta di capitali”	243
2. Offerte su portali: requisiti soggettivi, oggettivi e quantitativi ...	249
3. (Segue) Investitori aderenti; offerte di sottoscrizione	255
4. Gestione di portali: la riserva di esercizio. I gestori di diritto ...	262
5. I gestori di portali autorizzati: i) requisiti di autorizzazione; ii) requisiti di organizzazione	265
6. (Segue) iii) regole di condotta	270

***Initial coin offering* e appello al pubblico risparmio**

Claudia Sandei

1. Aspetti peculiari dei finanziamenti in <i>blockchain</i>	277
2. Basi tecniche: la tokenizzazione	280
3. Il problema regolatorio	282
4. (Segue) L’emissione di <i>utility token</i> : semplice compravendita di bene futuro o offerta al pubblico di prodotto finanziario?	285
5. Funzione di consumo e rischio finanziario	287
6. Negoziabilità del <i>token</i> e funzione speculativa. Spunti per una rinnovata tassonomia dei valori digitali	290

- | | |
|--|-----|
| 7. Ancora sulla negoziabilità dei <i>token</i> : dal prodotto allo strumento finanziario | 293 |
| 8. L'approccio della CONSOB. Brevi spunti <i>de iure condendo</i> | 300 |

P2P lending e invoice trading

Gaia Balp

- | | |
|--|-----|
| 1. Il <i>crowdlending</i> , tra rilevanza pratica e l'assenza di una disciplina specifica | 303 |
| 2. Gli schemi operativi fondamentali | 308 |
| 3. <i>Crowdlending</i> , raccolta del risparmio presso il pubblico e concessione di finanziamenti nei confronti del pubblico | 311 |
| 3.1. Posizione del gestore della piattaforma | 312 |
| 3.2. Posizione del prestatore | 319 |
| 3.3. Posizione del prestatore | 321 |
| 4. <i>Crowdlending</i> e intermediazione mobiliare | 323 |

Sezione III

I servizi e i mercati

Gestione di patrimoni e di OICR robotizzata

Francesco Accettella

- | | |
|---|-----|
| 1. Premessa | 329 |
| 2. Le fattispecie concrete | 330 |
| 3. L'inquadramento giuridico | 334 |
| 4. (Segue) La fattispecie delle DAOs | 337 |
| 5. Il principio di riserva delle attività finanziarie e la regolamentazione | 343 |
| 6. (Segue) La vigilanza | 350 |

Le analisi finanziarie robotizzate: consulenze, ratings, classificazioni

Carlotta Rinaldo

- | | |
|--|-----|
| 1. Forme e condizioni normative per l'automazione nei servizi di analisi finanziaria | 353 |
| 2. Problemi attuali e soluzioni future | 359 |
| 3. Doveri di condotta e organizzazione dell'attività | 365 |
| 4. Profili rimediali | 373 |

I contratti finanziari e assicurativi a conformazione e esecuzione automatica

Andrea Vicari

1. Premessa	381
2. La formazione e la conclusione del contratto	383
3. L'esecuzione del contratto	386
4. Contratti intelligenti, diritto finanziario e diritto assicurativo ...	387
5. I "costi" dei contratti intelligenti: contratti "deboli" e "forti" ...	391
6. Inadempimento, vizi e risoluzione delle controversie	393
7. Contratti intelligenti e vigilanza regolamentare	394

I processi di mercato automatizzati e il *trading* algoritmico

Filippo Annunziata

1. Il fenomeno, i rischi e i benefici del <i>trading</i> algoritmico: le ragioni delle scelte normative	397
2. La disciplina applicabile agli intermediari	402
3. La disciplina applicabile alle <i>trading venues</i>	405
4. <i>Trading</i> algoritmico e abusi di mercato	406

Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza

Nicola de Luca

1. <i>Token economy</i> e circolazione della ricchezza assente: rilievi introduttivi	409
2. L'impiego di registri crittografati per la creazione e circolazione di diritti	411
3. <i>Security token</i> e titoli di credito	415
4. La rappresentazione e la circolazione di partecipazioni societarie: un quadro di sintesi	418
5. Partecipazioni societarie tokenizzate: a) partecipazioni di s.r.l.	424
6. (Segue) b) Azioni dematerializzate e titoli azionari	427
7. (Segue) c) Mancata emissione di titoli azionari e tenuta informatica del libro dei soci. Ammissibilità anche nell'ordinamento italiano di <i>security token</i> ?	430

PARTE QUARTA
IL QUADRO INTERNAZIONALE

L'approccio eurounitario ai nuovi "modelli di business" del Fintech

Maurizio Bianchini

1.	L'Unione Europea di fronte ai rischi e alle promesse del <i>Fintech</i> ...	439
2.	(Segue) Il <i>Piano d'Azione Fintech</i> , tra nuovi "modelli di business" e la costante esigenza di regole armonizzate	445
3.	Il ruolo delle Autorità di vigilanza europee nella creazione di <i>innovation hub</i> ; il <i>RegTech</i> e il <i>SupTech</i> (cenni)	453
4.	L'attuazione del <i>Piano d'Azione</i> e lo stato della regolazione europea in tema di <i>Fintech</i>	457
5.	(Segue) Le attuali criticità individuate con riguardo alle tecnologie legate alla <i>blockchain</i> e in tema di <i>criptoattività</i> (cenni)	462

Fintech regulation in Germany

Florian Möslein – Christopher Rennig

1.	Introduction	471
2.	Regulation of payment- and money-related financial innovations	472
	2.1. E-payment	472
	2.2. E-money	473
	2.3. Virtual currency	474
3.	Regulation of financing-related financial innovations	478
	3.1. Initial Coin Offerings (ICOs)	478
	3.2. Crowdfunding: Crowdfunding and Crowdlending ...	479
4.	Regulation of financial innovations in financial services	483
	4.1. Algorithmic and high-speed trading	483
	4.2. Robo advisors	485
	4.3. Smart Contracts in financial services	487
5.	Conclusion	489

Fintech regulation in France

François Barrière

1.	Introduction	491
2.	Digital Age & Money	492

2.1.	E-Money	492
2.2.	Crypto-currencies	495
2.3.	E-Payment	497
3.	Impact of the Digital Age on Financing	497
3.1.	An Optional Legal Regime for the Benefit of ICOs	497
3.2.	P2P Lending/Crowdlending and Invoice Trading	500
4.	Financial Services Under the Influence of the Digital Age	502
4.1.	Robo-Advisors or Automated Personal Wealth Management Services	502
4.2.	Algorithmic Trading and Market Automation: Market Abuse Issues	503
4.3.	DAO and Investment Vehicles run by Smart Contracts ...	507
4.4.	Crypto-Funds	507
5.	Conclusion	507

Fintech regulation in UK

Subhajit Basu – Adekemi Omotubora

1.	Introduction	509
2.	E-Payments, e-money and Virtual Currencies	512
2.1.	E-payments	512
2.2.	E-money	514
2.3.	Virtual Currency	516
3.	The state of digital lending	519
3.1.	Initial coin offerings	520
3.2.	P2P Lending and Invoice Trading	522
4.	Financial Services	523
4.1.	Smart contracts	524
4.2.	Robo-advisors	525
4.3.	Algorithmic Trading and Market Automation	526
4.4.	Crypto Hedge Funds	527

La regulación de las Fintech en el derecho español

Ana Belén Campuzano

1.	Consideración general. El impacto del sector Fintech en la competencia	529
2.	El dinero	534
2.1.	El dinero electrónico	534
2.2.	Criptomonedas y ofertas iniciales de criptomonedas ...	537

3.	La financiación. Las plataformas de financiación participativa ...	538
4.	Los servicios	552
4.1.	Asesoramiento y gestión de carteras automatizado	552
4.2.	Smart contracts	552

Fintech regulation in Malta

Ian Gauci

1.	Topic related to Money	555
1.1.	E-Money	555
1.2.	Virtual currency	556
1.3.	E-payment	559
2.	Financing	560
2.1.	ICOs	560
2.2.	Crowdfunding	562
2.3.	STOs	563
2.4.	P2P Lending and Invoice Trading	564
3.	Financial Services	565
3.1.	Investment vehicles run by smart contracts	565
3.2.	Roboadvisors or automated personal wealth management services	565
3.3.	Algorithmic Trading and Market Automation	566
3.4.	AI and Financial Contracts	566
3.5.	DAO and Investment vehicles run by smart contracts ...	566
3.6.	Crypto Hedge Funds	567

Fintech regulation in Switzerland

Andreas Furrer – Stephan D. Meyer

1.	General Introduction	569
2.	Topics Related to Money	571
2.1.	E-Money and E-Payment	571
2.2.	Virtual Currencies	572
3.	Topics Related to Financing	575
3.1.	Initial Coin and Security Token Offerings	575
3.2.	P2P Lending and Invoice Trading	578
4.	Topics Related to Financial Services	578
4.1.	Investment Vehicles and Exchanges run by Smart Contracts	578
4.2.	Roboadvisors, Algorithmic Trading and AI	581

4.3.	DAO and Investment Vehicles run by Smart Contracts ...	581
4.4.	Crypto Hedge Funds	582

Il Fintech nell'ordinamento del Principato del Liechtenstein

Francesco A. Schurr – Angelika K. Layr

1.	Introduzione	583
2.	Il denaro	584
2.1.	I pagamenti elettronici (<i>e-payment</i>)	584
2.2.	La moneta elettronica (<i>E-Geld</i>)	586
2.3.	Le monete virtuali: natura giuridica e disciplina dei prestatori di servizi connessi	588
3.	Il finanziamento	591
3.1.	I portali per il <i>crowdfunding</i>	591
3.2.	Le <i>initial coin offering</i> (ICO)	592
3.3.	Il <i>digital lending</i> (<i>P2P lending</i> e <i>invoice trading</i>)	595
4.	I servizi e i mercati	596
4.1.	Gestione di patrimoni e di OICR robotizzata	596
4.2.	I contratti finanziari e assicurativi a conformazione ed esecuzione automatica	596
4.3.	I processi di mercato automatizzati e il <i>trading</i> algoritmico	599

Fintech regulation in Hungary

Tibor Tajti

1.	Introduction: On the Limits and Structure of the Paper	601
2.	The Hungarian Socio-Economic Environment: An Eclectic Rundown	603
2.1.	Private Initiatives	603
2.2.	Educational Institutions-Linked Initiatives	604
2.3.	The Banking Sector	606
2.4.	Governmental Projects and Initiatives	606
3.	Legal Tech	608
4.	The Regulatory and Scholarly Responses	609
4.1.	Legal Scholarship	609
4.2.	Legislative and Regulatory Developments	611
5.	Technology in Courts: Swindling of Cryptocurrencies	617
5.1.	The Facts of the Case	618
5.2.	Traceability of Cryptocurrencies	619

5.3.	The Value of bitcoin	620
5.4.	The Attachment of Bitcoin	620
6.	Conclusions	620

Fintech regulation in Estonia

Nikita Divissenko – Helen Eenmaa-Dimitrieva

1.	Introduction	623
2.	Fintech landscape - an overview	625
2.1.	Transactional banking – payment methods and infrastructure	626
2.2.	Alternative financing and investment	628
2.3.	Initial coin offerings and security tokens	630
3.	Regulatory landscape - current legislation and regulatory developments	631
3.1.	Legislation	633
3.2.	Regulatory developments	638
4.	Concluding remarks	642

Fintech regulation in the United States

Lee Reiners

1.	Cryptocurrency and Initial Coin Offerings	645
1.1.	Regulating Cryptocurrency as Money	645
1.2.	Regulating Cryptocurrency as a Commodity	649
1.3.	Regulating Cryptocurrency as a Security	651
1.4.	Regulating Cryptocurrency as Property	652
1.5.	Regulatory Framework for Initial Coin Offerings	654
2.	Regulating Fintech Lending	661
2.1.	Regulating Fintech Lenders	661
2.2.	Fintech Lender Business Models	664
2.3.	Additional Fintech Lending Legal Considerations	666
3.	Fintech Wealth Management	667
3.1.	Regulating Robo-Advice	667
3.2.	Financial Account Aggregators	673

Fintech regulation in Canada

Ryan Clements

1.	Introduction	677
1.1.	Fintech Integration in Canada	677

2.	Fintech Money	680
2.1.	Electronic Money & Virtual Currency	680
2.2.	Electronic Payments	682
3.	Fintech Financing	685
3.1.	Initial Coin Offerings	685
3.2.	Peer to Peer Lending and Invoice Trading	687
4.	Fintech Financial Services	688
4.1.	Smart Contract Investment Vehicles	688
4.2.	Robo-advisors and Automated Personal Wealth Management Services	689
4.3.	Algorithmic Trading and Market Automation	690
4.4.	Artificial Intelligence and Financial Contracts	692
4.5.	Decentralized Autonomous Organizations	695
4.6.	Crypto Hedge and Investment Funds	697

Fintech regulation in Asia

Syren Johnstone

1.	Introduction	699
2.	Topics related to money	701
2.1	Payment systems and e-money	701
2.2	Virtual currency	703
2.3.	Other jurisdictions	704
3.	Topics related to financing	705
3.1.	ICO	705
3.2.	P2P lending	707
3.3.	Other jurisdictions	708
4.	Topics related to financial services	709
4.1.	Hong Kong	709
4.2.	Japan	711
4.3.	Mainland China	712
4.4.	Other jurisdictions	713

INDICE DEGLI AUTORI

CURATORI

Marco Cian, *Professore ordinario di Diritto commerciale, Università di Padova*

Claudia Sandei, *Professore associato di Diritto commerciale e di Diritto delle nuove tecnologie, Università di Padova*

AUTORI

Francesco Accettella, *Professore associato di Diritto dell'economia, Università di Chieti-Pescara*

Filippo Annunziata, *Professore associato di Diritto dei mercati e degli intermediari finanziari, Università Bocconi, Milano*

Gaia Balp, *Professore associato di Diritto commerciale, Università Bocconi, Milano*

Francois Barrière, *Full Professor of Private law, Université Lumière Lyon 2*

Subhajit Basu, *Associate Professor of Law, University of Leeds, Chair BILETA*

Maurizio Bianchini, *Professore associato di Diritto commerciale, Università di Padova*

Ana Belén Campuzano, *Catedrática de Derecho Mercantil, Universidad San Pablo CEU, Madrid*

Nicoletta Ciocca, *Professore associato di Diritto commerciale, Università di Roma "Tor Vergata"*

Ryan Clements, *Assistant Professor, Chair in Business Law and Regulation, Faculty of Law, University of Calgary*

Paolo Cuomo, *Ricercatore di Diritto commerciale, Università di Udine*

Nicola de Luca, *Professore associato di Diritto commerciale, Università della Campania "Vanvitelli"*

Vincenzo De Stasio, *Professore ordinario di Diritto commerciale, Università di Bergamo*

Nikita Divissenko, *Ph.D. Researcher, Department of Law, European University Institute, Firenze*

Helen Eenmaa-Dimitrieva, *Researcher in Information Technology Law, University of Tartu*

Andreas Furrer, *Full Professor of Private Law, Universität Luzern*
Pierluigi Gallo, *Ricercatore di ingegneria elettronica, Università di Palermo*

Ian Gauci, *Lecturer at the University of Malta and Advisor to the Malta Financial Services Authority and the Malta Digital Innovation Authority*

Giulia Giordano, *Dottoressa di ricerca in Scienze Giuridiche, Università di Bologna*

Andrea Guaccero, *Professore ordinario di Diritto commerciale, Università "Roma Tre"*

Syren Johnstone, *Executive Director of the LLM (Compliance & Regulation) Programme, Faculty of Law, The University of Hong Kong*

Gian Paolo La Sala, *Professore ordinario di Diritto commerciale, Università del Molise*

Angelika K. Layr, *Ricercatrice di Diritto delle società, delle fondazioni e dei trust, Università del Liechtenstein*

Stephan D. Meyer, *Lecturer, Universität Luzern*

Ugo Minneci, *Professore ordinario di Diritto commerciale, Università di Milano*

Linda Miotto, *Ricercatrice di Diritto commerciale, Università di Udine*

Florian Möslein, *Full Professor of Law and Director of the Institute for Law and Regulation of Digitalisation, Philipps-Universität Marburg*

Adekemi Omotubora, *Lecturer in Law, University of Lagos*

Elisabetta Pederzini, *Professore associato di Diritto commerciale, Università di Trento*

Andrea Perrone, *Professore ordinario di Diritto commerciale, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano*

Lee Reiners, *Lecturing Fellow and Executive Director of the Global Financial Markets Center, Duke University School of Law*

Christopher Rennig, *Research assistant at Institute for Law and Regulation of Digitalisation, Philipps-Universität Marburg*

Carlotta Rinaldo, *Ricercatrice di Diritto commerciale, Università di Padova*

Francesco A. Schurr, *Professore ordinario di Diritto privato italiano e Diritto comparato, Università di Innsbruck e Professore ordinario di Diritto delle società, delle fondazioni e dei trust, Università del Liechtenstein*

Marco Speranzin, *Professore ordinario di Diritto commerciale, Università di Padova*

Tibor Tajti, *Full Professor of Law, Chair of International Business Law Program, Central European University, Budapest*

Andrea Tina, *Professore ordinario di Diritto commerciale, Università di Milano*

Fabio Vandin, *Professore associato di Sistemi di elaborazione delle informazioni, Università di Padova*

Francesco Vella, *Professore ordinario di Diritto commerciale, Università di Bologna*

Andrea Vicari, *Professore ordinario di Diritto commerciale, Università di Milano*

INTRODUZIONE

Marco Cian – Claudia Sandei

Fintech (“Finanza tecnologica” o “Tecnologia applicata alla finanza”) è un’espressione per mezzo della quale si possono genericamente designare tutte le componenti digitali presenti nel sistema finanziario (per tale intendendosi quello che comprende i segmenti bancario, finanziario in senso stretto e assicurativo), che concorrono alla produzione di un servizio o di una relazione finanziaria, caratterizzando l’uno o l’altra proprio in ragione della sua dimensione tecnologica sotto uno o più profili: sul piano degli strumenti di realizzazione del servizio, su quello delle modalità della sua fruizione, sul piano delle forme di instaurazione della relazione finanziaria, su quello del suo oggetto o della sua documentazione, e via dicendo.

Alcune di queste componenti *tech* vengono più o meno rapidamente assorbite nel tessuto dei rapporti e dei servizi in cui istituzionalmente si articola il sistema e divengono così parte delle ordinarie dinamiche relazionali che tradizionalmente in esso si sviluppano. Così è stato per i servizi di *home banking* come forma di erogazione dei servizi bancari alternativa allo sportello, o per la documentazione elettronica degli strumenti finanziari immessi nei sistemi di gestione accentrata in regime di dematerializzazione, come forma alternativa all’incorporazione nei titoli cartacei e al loro deposito accentrato, o, ancora, per la contrattazione telematica di servizi assicurativi da parte delle compagnie, come forma alternativa di trasmissione delle dichiarazioni negoziali.

La portata dell’impatto che le nuove tecnologie hanno (e in misura vieppiù crescente) sul sistema finanziario va tuttavia ben al di là del semplice potenziamento delle forme relazionali canoniche. La connettività virtuale, l’intelligenza artificiale, applicazioni ed algoritmi (tra l’altro in continuo sviluppo e di continua elaborazione) permettono di generare servizi e prodotti intrinsecamente innovativi e aprono canali assolutamente inediti attraverso cui le risorse finanziarie e le relazioni finanziarie possono circolare, così favorendo l’accesso ai mercati di *players* diversi dagli intermediari istituzionali, raggiungendo una più ampia popolazione di investitori e moltiplicando le opportunità di raccolta delle risorse da parte della popolazione in *deficit*. *Fintech*, in una accezione più ristretta, definisce dunque questa nuova dimensione del sistema finanziario.

Si tratta di un ecosistema estremamente articolato, in cui entrano in campo forme di ricchezza mobiliare nuove (le criptovalute) o nuove forme di manifestazione della ricchezza mobiliare tradizionale (la moneta

elettronica), in cui si propongono servizi nuovi (i nuovi *marketplaces* digitali) o si attivano processi innovativi di produzione di servizi tradizionali (la consulenza automatizzata, il *trading* algoritmico, i pagamenti elettronici), in cui si introducono formule di documentazione e circolazione della ricchezza precedentemente sconosciuti (la registrazione diffusa – DLT – dei dati finanziari e la loro circolazione via *blockchain*), in cui si costruiscono modelli di finanziamento originali (il *crowdfunding*, il *P2P lending*, ecc.). Dal punto di vista dei soggetti, questo sviluppo ha favorito, in certi ambiti, l'emersione di nuovi operatori del mercato (gestori di piattaforme di interazione; portali di *exchange*; gestori di *e-wallets*, solo per ricordarne alcuni) o, in altri ambiti, ha accresciuto l'assortimento dei servizi resi dagli intermediari tradizionali o ne ha rimodulato le modalità di erogazione. Si tratta, d'altro canto, di un ecosistema tuttora in espansione, che estende progressivamente l'area di interazione con i modelli di mercato tradizionali e che si arricchisce stabilmente di nuovi processi tecnici e di nuove formule operative.

Negli ultimi anni, la sua crescita dimensionale ha sensibilizzato i regolatori e tutte le Autorità europee e nazionali, che vi hanno rivolto una sempre più intensa attenzione, producendo una ormai ampia serie di documenti di analisi e progettuali, tesi a rilevare le caratteristiche e le implicazioni del fenomeno, a misurarne le potenzialità e i rischi e a definire possibili modelli per la sua regolazione, trasversalmente o rispetto alle sue singole manifestazioni.

Tale processo di indagine e di intervento è ben lungi dall'essere compiuto e ancora si discute, al vertice, su quale sia l'approccio più efficiente nell'indirizzare queste nuove esperienze del mercato al fine di assicurarne l'ordinato sviluppo, di trovare l'adeguata calibratura degli equilibri con i modelli di *business* classici e con i relativi *players* e di garantire la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso e la fiducia degli investitori, senza al contempo pregiudicare le opportunità di sviluppo di cui l'intero sistema può beneficiare grazie al ricorso spinto alle nuove tecnologie. I legislatori nazionali si avventurano nei primi interventi di regolazione (nel nostro Paese, è stata pionieristica la disciplina del *crowdfunding*, nel 2012; si è poi aggiornata la disciplina antiriciclaggio, per contemplarvi le valute virtuali, nel 2017; più recente il tentativo di creazione di un *milieu* per l'incubazione di regole di settore, nel 2019), che peraltro risultano allo stato sporadici, mirati e, talvolta, anche pilateschi negli orientamenti assunti.

Vi è tuttavia la necessità di definire non solo in prospettiva e dal punto di vista delle scelte di politica legislativa, ma già allo stadio attuale di

manifestazione del fenomeno, quale sia il quadro giuridico di riferimento e quale conseguentemente ne debba essere la relativa disciplina.

A questo sforzo sono dedicati tutti i contributi raccolti nel presente Volume, il cui obiettivo è dunque quello di indagare il fenomeno stesso, nel suo concreto dipanarsi, alla luce e nella cornice dell'ordinamento dei mercati finanziari, bancari e assicurativi, come esso oggi si articola.

Il tema è sfidante. Lo è anzitutto perché l'ingresso così prepotente delle nuove tecnologie in modelli giuridico-economici venutisi ad elaborare nel corso di una esperienza pluridecennale, in alcuni casi plurisecolare, mette in discussione le stesse categorie giuridiche di riferimento e le strutture fondamentali del sistema normativo interessato. È sufficiente pensare all'interrogativo portato dall'emersione delle criptovalute, circa la loro riconducibilità o meno alla nozione, prima economica e poi legislativa, di moneta e di denaro; o al rovesciamento del principio di territorialità, su cui si fonda l'idea stessa dell'applicazione della legge e della sua coattività, e che la connettività globale scardina dalle fondamenta.

È poi sfidante, il tema, perché buona parte della disciplina attuale non tiene minimamente conto, nella sua declinazione tecnica, del diverso modo di prodursi dei fenomeni finanziari nella dimensione digitale, né dell'ingresso di soggetti nuovi, che agiscono al margine del sistema interferendo con esso e con le sue dinamiche: basta pensare a tutte le questioni sollevate dalla compresenza ormai conclamata sul mercato di intermediari non istituzionali e non vigilati.

Alcuni argomenti risultano trasversali all'intero ambito coperto dal *Fintech*. Così è per i problemi legati alla disintermediazione e alla nuova intermediazione; alla aterritorialità delle operazioni finanziarie digitali; alla loro difficile tracciabilità; all'automazione dei processi; alla volatilità intrinseca dei dati elettronici e alla fragilità della loro protezione, dunque alla cybersicurezza; alla veicolazione delle informazioni. A questi argomenti viene dedicata la prima parte dell'Opera.

La seconda (dopo uno sguardo, irrinunciabile, alle tecniche informatiche sottese al fenomeno) analizza invece le diverse manifestazioni odierne del medesimo. Il denaro costituisce il motore del sistema finanziario; esso è investito dalla digitalizzazione sia per ciò che riguarda la sua emissione, sia sotto il profilo della sua veste documentale e della sua circolazione. Maggiore risonanza ha senza dubbio avuto l'irruzione sulla scena finanziaria delle valute virtuali e specialmente delle valute ad emissione diffusa, che travolgono non solo i principi della sovranità monetaria statale, ma anche l'idea della moneta-segno come entità irrinunciabilmente a creazione centralizzata. Anche l'ampliamento degli strumenti di registrazione, stoccaggio

e trasferimento della moneta tradizionale ha peraltro un impatto non trascurabile sui processi di movimentazione finanziaria, con la comparsa della moneta elettronica accanto, e quale variante, di quella bancaria, e dei pagamenti elettronici, che arricchiscono il paniere dei servizi di veicolazione del denaro già offerti dagli istituti tradizionali.

Anche l'allocazione del denaro tra le popolazioni del sistema economico segue vie innovative, grazie alla progressiva emersione di formule finanziarie sotto molti aspetti originali, capaci fra l'altro di intercettare nuove platee di investitori, di proporre loro modalità di investimento più snelle e di aprire il mercato all'offerta di nuovi servizi imprenditoriali. Ciascuna di queste formule poggia sulla canalizzazione telematica della domanda e dell'offerta di finanziamento: *crowdfunding*, *P2P lending*, *invoice trading*, *initial coin offerings* sono manifestazioni sostanzialmente del medesimo fenomeno, accidentalmente diversificate a seconda che la domanda di risorse viaggi direttamente dai soggetti in deficit agli investitori, oppure sia veicolata attraverso piattaforme collettrici, secondo uno schema di *business* sperimentato con successo anche in altri contesti relazionali.

Con riferimento a queste piattaforme, come già a proposito della gestione documentale del denaro registrato digitalmente, si manifesta evidente l'impatto delle nuove tecnologie sull'assortimento dei servizi offerti all'interno del mercato finanziario. Anche i servizi più tradizionali ne vengono tuttavia, come si è detto, profondamente influenzati. L'automazione, l'intelligenza artificiale e l'analisi algoritmica consentono invero di robotizzare e di standardizzare una pluralità di essi, dalle valutazioni (*rating*), alla consulenza, al *trading*, alla gestione. Consentono altresì di affidare a processi telematici indipendenti dall'intervento umano le stesse fasi di selezione e di erogazione dei servizi, come accade nei cosiddetti "contratti intelligenti" (*smart contracts*) e nei sistemi di documentazione distribuita (DLT).

La logica della territorialità e la perdurante segmentazione degli ordinamenti giuridici in aree geografiche autonome e sovrane impone di indagare tutti questi fenomeni dall'angolo visuale di uno specifico sistema giuridico: per noi, naturalmente, quello italiano (che nell'ambito finanziario, è inutile ricordarlo, vede comunque integrarsi sempre più inestricabilmente la disciplina di matrice domestica con quella di provenienza comunitaria). Ma una visione del mondo *Fintech* limitata ad una prospettiva così locale non potrebbe che rimanere assai lontana dal rendere un quadro soddisfacente del medesimo. Per tale ragione, l'ultima parte dell'Opera presenta una articolata panoramica dei medesimi temi, dal punto di vista dei

principali ordinamenti continentali, dei Paesi di lingua inglese e degli altri Paesi che maggiormente si sono dimostrati all'avanguardia nella trattazione e nella promozione di questo ecosistema; non una semplice campionatura, ma una grandangolare sugli approcci adottati negli ordinamenti, per un motivo o per l'altro, più importanti e più interessanti, necessaria tanto più al cospetto di un fenomeno che non conosce confini di terra e in un contesto storico ed economico oramai ampiamente globalizzato, per una adeguata presa di coscienza delle diverse opportunità che la tecnologia applicata alla finanza offre e del diverso trattamento giuridico che riceve nella geografia del pianeta.

INITIAL COIN OFFERING E APPELLO AL PUBBLICO RISPARMIO

Claudia Sandei

SOMMARIO: 1. Aspetti peculiari dei finanziamenti in *blockchain*. – 2. Basi tecniche: la tokenizzazione. – 3. Il problema regolatorio. – 4. (Segue) L'emissione di *utility token*: semplice compravendita di bene futuro o offerta al pubblico di prodotto finanziario? – 5. Funzione di consumo e rischio finanziario. – 6. Negoziabilità del *token* e funzione speculativa. Spunti per una rinnovata tassonomia dei valori digitali. – 7. Ancora sulla negoziabilità dei *token*: dal prodotto allo strumento finanziario. – 8. L'approccio della CONSOB. Brevi spunti *de iure condendo*.

1. Aspetti peculiari dei finanziamenti in *blockchain*

Nate in forma spontanea dall'evoluzione della tecnologia *blockchain*¹, le *Initial Coin Offering* (ICO) rappresentano oggi una delle manifestazioni maggiori, per volume e complessità, del sistema *Fintech*². In termini generali, si tratta di un'innovativa forma di *crowdfunding*, che consente ai promotori di un'iniziativa di raccogliere fondi a fronte dell'emissione di una moneta virtuale o *token*.

Al di là dei profili tecnici, il funzionamento normale dell'operazione è abbastanza semplice: l'emittente pubblica sul proprio sito *Internet* un documento (denominato *white paper*) contenente la descrizione di un progetto imprenditoriale (solitamente legato alla tecnologia distribuita, come ad esempio lo sviluppo di un'applicazione o di una nuova criptovaluta), chiedendo al mercato di finanziarne la realizzazione attraverso l'acquisto (*online*) in moneta legale o (più spesso in) criptovaluta già esistente (soprattutto *ether* e *bitcoin*) di un certo numero di *token*. Se, alla scadenza del termine, la raccolta avrà raggiunto l'ammontare minimo

¹ Considerato che la *blockchain* rappresenta al momento il modello di riferimento delle DLT (art. 8-ter, l. 12/2019), nel presente contributo i due termini saranno utilizzati come sinonimi. Per approfondimenti in argomento v. per tutti, in questo volume, il contributo di P. GALLO, *DLT, blockchain e smart contracts*.

² La prima ICO (Mastercoin, ora Omni) fu lanciata da J.R. Willet – già autore di "*The Second Bitcoin White Paper*", nel 2013. Per un'attenta ricostruzione empirica del fenomeno v. S. ADHAMI – G. GIUDICI – S. MARTINAZZI, *Why do businesses go crypto? An empirical analysis of initial coin offering*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3046209.

(*min cap*) prefissato, l'attivazione dello *smart contract* garantirà l'assegnazione ai sottoscrittori dei *token*, sulla base del rapporto di cambio; in caso contrario l'ICO si intenderà fallita e i fondi verranno automaticamente restituiti³.

Come le più tradizionali *Initial Public Offering* (IPO), dunque, anche le ICO si concretano in un'offerta al pubblico⁴, solo che in questo caso tutto (l'adesione all'offerta, il regolamento dei flussi finanziari, l'assegnazione del "titolo") avviene sulla *blockchain* in forma diretta e decentralizzata, oltre che dematerializzata. Per cui non soltanto i tempi e i costi del procedimento risultano significativamente ridotti, ma si assiste anche ad un superamento delle barriere territoriali, ciò che evidentemente favorisce la raccolta di capitali da parte delle imprese⁵.

Secondo una certa visione, d'altro canto, la possibilità di eliminare i *middlemen* sarebbe soltanto una delle peculiarità del nuovo strumento. A questo proposito si fa da più parti notare come, contrariamente a quanto accade tipicamente nelle IPO, le *initial coin offering* non prevedano l'attribuzione di una partecipazione nel capitale della società emittente o di un titolo obbligazionario, essendo la controprestazione sempre rappresentata da un valore digitale autonomamente generato dalla stessa offerente. Stando a questa lettura, pertanto, la novità portata dalle ICO sarebbe duplice, riguardando non solo le modalità, ma anche l'oggetto dello scambio: da un lato (nelle IPO) strumenti finanziari, dall'altro invece *token*⁶.

³ Per una descrizione esaustiva dei meccanismi normali di svolgimento delle ICO e qualche dato statistico, v. F. ANNUNZIATA, *Speak, if you can: what are you? An alternative approach to the qualification of tokens and Initial Coin Offerings*, in *Bocconi Legal Studies Research Paper Series*, 2636561, 2019, 5 ss.; nonché P. GIUDICI, *ICO e diritto dei mercati finanziari: la prima sentenza americana*, in *Società*, 2019, 61 ss. e M. DELL'ERBA, *Initial Coin Offerings. A Primer. The First Response of Regulatory Authorities*, in *NYU J. of law & business*, 14(3) (2018), 1110 ss.

⁴ Tecnicamente nulla esclude che le ICO siano strutturate in forma chiusa, di offerta privata. Ciò accade spesso per la c.d. *pre-sale*, ma ci sono state anche situazioni in cui (per evitare intralci normativi) l'intera offerta è stata riservata ai soli investitori istituzionali. È chiaro però che questo presuppone che il progetto presentato sia estremamente solido e comunque più si comprime la platea dei possibili finanziatori e più si riduce l'ammontare della raccolta che si può sperare di realizzare.

⁵ Sulla struttura e i vantaggi delle ICO, si v. OECD, *Initial Coin Offerings (ICOs) for SME Financing*, 2019, www.oecd.org/finance/initial-coin-offerings-for-sme-financing.htm.

⁶ Per un raffronto puntuale fra il meccanismo delle ICO e le altre forme di finanziamento note, si v. P.P. PIRANI, *Gli strumenti della finanza disintermediata: Initial Coin* (segue)

In termini puramente fattuali il rilievo appare corretto, tuttavia corre l'obbligo di precisare che, se ad oggi non c'è stata ancora un'ICO azionaria o obbligazionaria (pura), è solo per una decisione degli emittenti volta ad evitare possibili vincoli normativi, giacché, come diremo subito, sul piano tecnico i *token* si prestano a veicolare qualsiasi contenuto. Tanto è vero che nella Repubblica di San Marino è stato recentemente varato un provvedimento, che consente espressamente l'emissione di (*security*) *token* rappresentanti "a) azioni ... b) strumenti finanziari partecipativi ... c) titoli di debito dell'emittente" (art. 9, Decreto Delegato 27 febbraio 2019, n. 37)⁷.

Qualcuno potrebbe replicare che in questo caso, però, si fuoriesce dal perimetro delle ICO, dovendosi semmai parlare di STO (*Security Token Offering*). Ma anche a voler ridimensionare il concetto di ICO, estrapolando dallo stesso quello di STO, il discorso non muta, nel senso che se il *token* è semplicemente una forma di documentazione (crittografica), per stabilire se le ICO sono oggettivamente diverse dalle IPO bisogna necessariamente guardare al contenuto della registrazione medesima e chiedersi se questo sia o meno definibile in termini di prodotto/strumento finanziario⁸.

Offering e blockchain, in AGE, 2019, 332 ss. Le osservazioni, di per sé interessanti, appaiono tuttavia limitate al dato fattuale e tutto questo porta alla fine l'A. a far propria la conclusione da noi criticata secondo cui "la vera specialità di una ICO [è] ... nell'oggetto dell'offerta" (p. 337).

⁷ Le STO trovano spazio anche nel progetto di legge allo studio nel Principato di Monaco. Qui però la finalità della norma sembra più di chiusura (: solo le società azionarie monegasche potranno emettere *jetons* corrispondenti a strumenti finanziari e solo nella forma del *private placement*). Al contempo, se le STO di capitale stentano ad affermarsi, anche per la naturale ritrosia degli *startupper* a condividere con altri il dominio sull'iniziativa, sembra invece vicino il momento delle STO obbligazionarie. In Germania ha fatto molto rumore la decisione della BaFin (datata 18-2-1019) di autorizzare per la prima volta l'emissione in *blockchain* di titoli di debito da parte della società di *P2P lending* Bitbond. In quel caso, per la verità, l'operazione non sembra essersi conclusa positivamente, ma il fatto che l'Autorità si sia pronunciata in senso favorevole nonostante l'assenza di un quadro normativo specifico, lascia intravedere scenari interessanti (soprattutto di integrazione fra *P2P lending* e ICO). Su questi aspetti si v. in questo volume i contributi di N. DE LUCA, *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza*, e G. BALP, *P2P lending e invoice trading*.

⁸ Come ha precisato l'Autorità di vigilanza francese "Les ICOs sont des opérations de nature spécifique qui diffèrent des IPOs en ce qui concerne notamment la nature des droits acquis par les investisseurs, les jetons n'ayant pas *a priori* de caractéristiques analogues à celles des titres de capital" (enfasi aggiunta): AMF, *Document de consultation sur les Initial Coin Offerings (ICOs)*, <https://www.amf-france.org/Publications/Consultations-publiques/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2Fa2b267b3-2d94-4c24-acad-7fe3351dfc8a>.

Il che porta a dover riconoscere che ciò che connota veramente in modo essenziale le ICO, in tutte le sue forme⁹, distinguendole dalle altre fattispecie di *fundraising* già note (come le IPO e il *crowdfunding*), non è la costituzione di relazioni aventi uno specifico contenuto, bensì il ricorso alla tokenizzazione, quindi la modalità attraverso cui avviene (la registrazione del')l'offerta.

2. Basi tecniche: la tokenizzazione

Comprendere l'aspetto tecnologico della *blockchain*, specie per chi non ha una conoscenza adeguata dei sistemi di rete, è certamente molto difficoltoso e probabilmente oltre una certa misura anche superfluo. Almeno sul concetto di *token* come entità digitale e oggetto di diritto però occorre intendersi, se si vuole (tentare di) offrire una lettura giuridica delle ICO realmente consapevole.

In termini molto generali, e cercando di condensare le varie definizioni esistenti, un *token* (o *cryptoasset*) è fondamentalmente un insieme di informazioni digitali registrate su una *blockchain* in grado di conferire un diritto ad un soggetto¹⁰. Il *token*, quindi, non è altro che un documento, ossia la rappresentazione di una posizione giuridica su un bene o di una pretesa verso un determinato soggetto¹¹. In questo senso anche le criptovalute (native), come gli *ether*, sono da intendersi come (*payment*) *token*¹²

⁹ Oltre alle STO, che segnano in qualche modo l'estensione del meccanismo dei finanziamenti in *blockchain* al di là dei confini delle sole *blockchain based companies*, il modello conosce ormai varie evoluzioni. In particolare, sempre più diffuse risultano le cosiddette *Exchange Initial Offering* (EIO) e le *Decentralized Autonomous Organization Initial Coin Offering* (DAOICO). Per un raffronto, anche statistico, sulle caratteristiche e le finalità proprie di questi modelli, cfr. A. MYALO – N. GLUKHOV, *Comparison Analysis of ICO, DAOICO, IEO and STO. Case Study*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3447974

¹⁰ Cfr. Trib. Firenze, 21-1-2019, n. 18, <https://www.altalex.com/~media/Altalex/allegati/2019/tribunale-firenze-fallimento-sentenza-18-2019%20pdf.pdf>.

¹¹ Si noti che, a differenza della proposta CONSOB (su cui v. *infra*), in cui trova spazio una definizione di cripto-attività pressoché identica a quella fornita nel testo ("registrazioni digitali"), in Francia (dove è da poco intervenuta una riforma *ad hoc*) i *jetons* sono essenzialmente descritti come dei beni intangibili ("*bien incorporel*", cfr. art. L. 552-3 *code monétaire et financier*). Alla qualificazione del *token* come oggetto di proprietà (e come titolo di credito o di legittimazione) è dedicato anche il *Legal statement on cryptoassets and smart contracts* pubblicato lo scorso novembre dalla UK JURISDICTION TASKFORCE, https://35z8e83m1ih83drye280o9d1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/2019/11/6.6056_JO_Cryptocurrencies_Statement_FINAL_WEB_111119-1.pdf.

¹² I *token* di pagamento si distinguono dagli altri perché non conferiscono alcun diritto nei confronti dell'emittente, né rappresentano *asset* sottostanti. Ciò li rende dei valori autonomi portanti la registrazione di sé medesimi.

e possono quindi formare oggetto di attribuzione all'interno di un'ICO¹³. Solo che questo accade di rado perché in genere le monete virtuali (come *bitcoin*) sono rette da un sistema di creazione diffusa.

Grazie ai protocolli *open source*, d'altronde, non serve disporre di una *blockchain* apposita per effettuare una registrazione digitale (derivata) suscettibile di trasferimento attraverso il protocollo DLT. Basta seguire gli *standard* (in genere l'ERC20 di *Ethereum*) per la scrittura dello *smart contract*, ed ecco che chiunque è in grado di generare un *token* (in senso stretto) recante la rappresentazione crittografica unica e immutabile di qualsiasi *asset* legato al mondo reale¹⁴. Che sia un'azione, un'obbligazione, un credito o anche la proprietà di un bene non importa: tutto può essere allo stesso modo "incorporato" in un *token* e in questa forma essere perciò venduto o scambiato in tempo reale senza bisogno di ricorrere agli intermediari¹⁵.

Proiettato sulle ICO, questo significa che, di là del procedimento simile, non esiste un vero e proprio modello di riferimento, perché (almeno sul piano tecnico) ogni emittente è libero di determinare il contenuto del *digital token (agreement)* a proprio piacimento. Di qui la ragione del

¹³ Per l'esattezza, come testimonia il loro nome, le ICO sono nate come forma di emissione delle criptovalute (*coin*) e poi, con la creazione dei protocolli, sono letteralmente esplose come mezzo di creazione dei *token*.

¹⁴ Lo standard *Ethereum token* (ERC-20) definisce un elenco comune di regole che un *token* *Ethereum* deve implementare, dando agli sviluppatori la possibilità di definire come i nuovi *token* funzioneranno all'interno dell'ecosistema *Ethereum*. Questo protocollo *token* è ormai il più usato per le ICO. Prima che venisse creato lo standard dell'ERC-20, si erano verificati frequenti problemi di compatibilità tra le varie forme di *token* di *Ethereum*. In pratica, poiché ogni *token* possedeva uno *smart contract* completamente unico, per ospitare un *token*, bisognava scrivere un codice del tutto nuovo per ciascun portafoglio o *exchange*. Conseguentemente, supportare la crescente varietà di *token* stava diventando eccessivamente problematico e dispendioso in termini di tempo. Come soluzione, il settore ha creato un protocollo standard che tutti i *token* devono seguire, adesso noto come ERC-20 (cfr. <https://it.ihodl.com/tutorials/2018-03-26/token-erc-20-guida-ico-ethereum-tutorial/>)

¹⁵ Le principali innovazioni della *blockchain* sono in effetti proprio queste: produrre *asset* digitali unici e sviluppare un nuovo concetto di *trust*. Quanto alla prima si tratta di un effetto dell'impiego dell'algoritmo *hash*, che generando la cosiddetta impronta dello specifico documento digitale lo rende unico, analogamente a quanto avviene nel mondo analogico, dove un documento cartaceo assume unicità con l'apposizione della firma autografa. Diversamente, la disintermediazione dipende dalla specifica topologia *peer to peer* della rete della *blockchain*, per cui le operazioni di verifica ed autorizzazione avvengono presso tutti coloro che entrano nella "catena" con il ruolo di nodi.

proliferare delle offerte iniziali di *cryptoasset* e del concomitante problema regolatorio¹⁶.

3. Il problema regolatorio

Già di per sé evidente, la questione relativa alla disciplina applicabile alle ICO è diventata sempre più urgente e centrale a causa del crescente volume delle raccolte e specialmente del ripetersi di furti e, più in generale, di abusi a danno dei sottoscrittori¹⁷. Come noto, le reazioni delle istituzioni di fronte a questo quadro, così intriso di tecnicismi, sono state varie e darne conto porterebbe troppo lontano¹⁸. Come pure

¹⁶ Stante l'ampia gamma di valori rappresentabili, nella prassi sono andate diffondendosi varie classificazioni. In questo lavoro si è scelto di aderire alla nomenclatura più diffusa (e accolta anche dalle autorità domestiche), che distingue semplicemente fra i) *payment*, ii) *security* (o *investment*) e iii) *utility token* (v. A. CAPONERA – C. GOLLA, *Aspetti economici e regolamentari delle «cripto-attività»*, *Quest. di econ. e fin.* (Banca d'Italia), 2019, n. 484, 10 s., https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2019-0484/QEF_484_19.pdf). Ma ce n'è anche di molto più articolate e granulari, come ricorda S. CAPACCIOLI, *Aspetti operativi e ricadute giuridiche delle criptoattività*, in *Dir. internet*, 2019, 3, 600.

¹⁷ Il numero di ICO fraudolente (*Ponzi scheme* o *scam*) è difficile da determinare con certezza, ma comunque sia molto elevato: cfr. OECD, *Initial Coin Offerings (ICOs) for SME Financing*, cit., 34 s. e 36 s. I rischi, d'altro canto, non riguardano semplicemente le ICO, ma in generale tutto il sistema di conservazione e scambio dei *cryptoasset*, su cui v. ampiamente le considerazioni formulate nel *Final Report* redatto dalla *Cryptoassets Taskforce* inglese pubblicato nel 2018, 35, https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/752070/cryptoassets_taskforce_final_report_final_web.pdf. Con riferimento al contesto italiano, si v. il caso deciso dal Tribunale di Firenze 21-1-2019, n. 18, cit., riguardante come noto le responsabilità dei *providers* per il caso di hackeraggio della piattaforma.

¹⁸ Per una panoramica sulle iniziative in atto a livello globale v. FSB, *Crypto-assets regulators directory*, 5 April 2019, <https://www.fsb.org/wpcontent/uploads/P050419.pdf>; OECD, *Initial Coin Offerings (ICOs) for SME Financing*, cit., 51 ss.; M. DELL'ERBA, *Initial Coin Offerings. A Primer. The First Response of Regulatory Authorities*, cit., 1122 ss. L'attenzione dei regolatori per il fenomeno è dimostrata anche da un altro *Report* del Cambridge Centre for Alternative Finance, denominato *Global Cryptoasset Regulatory Landscape Study*, 12, https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2019-04-ccaf-global-cryptoasset-regulatory-landscape-study.pdf, dove si mette in evidenza come, per ogni giurisdizione (fra le 24 considerate), si contino già almeno tre interventi delle autorità competenti in materia di *cryptoasset*. Inutile dire che la sfida per i regolatori consiste nel riuscire a garantire adeguata protezione agli investitori sfruttando nel contempo i vantaggi delle DLT. Per una rassegna in lingua italiana, si v. S. BRUNO, *Le initial coin offerings in una prospettiva comparatistica*, in *Riv. notariato*, 2018, 1307 ss.; M. NICOTRA, *Il regime giuridico delle ICOs*. (segue)

porterebbe troppo lontano esaminare i profili di natura societaria¹⁹, fiscale²⁰ e di contrasto al riciclaggio²¹. Basti qui soltanto dire che, dopo un’iniziale fase di studio, in cui si è cercato soprattutto di comprendere le basi tecniche e le logiche di mercato sottese allo sviluppo del fenomeno, sono sempre più numerosi gli ordinamenti che scelgono di affrontare il problema introducendo una normativa *ad hoc*. È accaduto nel continente asiatico, oltre che nei tanti paradisi fiscali disseminati per il globo, e ora – complice l’esitazione delle istituzioni comunitarie – anche alcuni Stati europei si sono attrezzati in tal senso²².

Guardando all’Italia, dopo qualche timido tentativo di applicazione del diritto vigente²³, anche la CONSOB parrebbe essersi ormai convinta

Analisi comparata e prospettive regolatorie italiane, in *Dir. Bancario*, aprile 2019, <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/il-regime-giuridico-delle-icos-analisi-comparata-e-prospettive-regolatorie-italiane>; M. DE MARI, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offerings (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2019, 2, 280 ss.

¹⁹ Per qualche cenno in argomento v. R. PISELLI, *Quando la decentralizzazione delle DLT incontra il mercato dei capitali*, in *AGE*, 2019, 373 ss. Ci sono tuttavia anche altri aspetti, oltre alla possibile automazione e spersonalizzazione dei rapporti endosocietari che andrebbero esplorati con riguardo alle ICO. A cominciare dall’individuazione delle forme organizzative legittimate a ricorrere allo strumento *de qua* e dell’organo competente a decidere dell’emissione, fino all’esistenza di eventuali limiti quantitativi o diritti di prelazione in capo agli attuali soci.

²⁰ Cfr. la risposta fornita dall’Agenzia delle Entrate n. 14/2018, con cui sono stati forniti chiarimenti in merito al regime fiscale applicabile con riferimento all’offerta di *token* digitali emessi da una società con l’obiettivo di raccogliere fondi per la realizzazione di un progetto specifico (su cui v. ampiamente F. ANTONACCHIO, *Initial Coin Offering: riflessi fiscali, antiriciclaggio e di tutela dei mercati finanziari, connessi all’emissione di criptovalute (o crypto-asset)*, in *Riv. dir. tributario*, 2019, I, 245 ss.).

²¹ Relativamente agli obblighi antiriciclaggio basti qui dire che il recentissimo d.lgs. 4-10-2019, n. 125 (di attuazione della V Direttiva antiriciclaggio) ha ampliato notevolmente la definizione di “prestatori di servizi relativi all’utilizzo di valuta virtuale” (art. 1, lett. ff), fra cui parrebbe ormai doversi ricomprendere anche le emittenti di *token*, sia che l’operazione si svolga a fronte di moneta legale, che di criptovalute.

²² Relativamente agli Stati dell’Unione, solo la Francia e Malta contano già una normativa *ad hoc*. A questi si aggiungono poi, a livello continentale, Gibilterra e il Liechtenstein. Per qualche cenno, v. N. TRAVIA, *Profili internazionali del diritto della blockchain*, in *Blockchain e Smart Contract*, a cura di R. Battaglini – M.T. Giordano, Milano, 2019, 171.

²³ Delibera n. 20660 del 31-10-2018 (Togacoin); Delibera n. 20740 del 12-12-2018 (Green Earth); Delibera n. 20741 del 12-12-2018 (Bitsurge); Delibera n. 20944 del 29-5-2019 (Liracoin).

dell'utilità di procedere ad una riforma del diritto finanziario, nell'interesse del mercato e soprattutto del sistema economico nazionale²⁴.

Prima tuttavia di passare ad analizzare i contenuti della proposta formulata nel documento di discussione pubblicato a primavera dello scorso anno (v. *infra* par. 8)²⁵, e per apprezzarne meglio anche la portata innovativa, appare logico chiedersi quale sarebbe – vigente l'attuale sistema normativo – il regime applicabile ad un'ICO che fosse per ipotesi avviata oggi in Italia²⁶. Il tema è evidentemente amplissimo, posto che per affrontarlo bisognerebbe passare in rassegna una per una le singole tipologie (se non proprio le singole fattispecie) di ICO, e dopo aver individuato le peculiarità di ciascuna, provare a ricostruire il quadro giuridico di riferimento. Le ridotte dimensioni di questo contributo rendono pertanto preferibile restringere per ora il campo dell'indagine al caso d'uso più rilevante nella prassi contemporanea²⁷, cioè l'offerta iniziale di *utility token*, come vengono comunemente chiamati quei valori digitali che conferiscono al

²⁴ Dalle ricerche empiriche compiute in questi ultimi anni appare invero chiara la tendenza delle imprese a migrare verso Paesi c.d. *ICO-friendly*, cioè dotati di una legislazione specifica e tendenzialmente di favore, anche sul piano fiscale, s'intende (v. P. DE ANDRÉS – D. ARROYO – R. CORREIA – A. REZOLA, *Regulatory and Market Challenges of Initial Coin Offerings*, ECGI Working Paper Series in Law, n. 461/2019, http://ssrn.com/abstract_id=3413117). Di qui l'origine della competizione normativa in atto fra i diversi ordinamenti e la scelta, quasi unanime (fanno eccezione solo San Marino e il Liechtenstein), di subordinare l'applicazione della normativa in parola allo stabilimento (al limite anche solo in forma virtuale, come in Estonia) dell'emittente all'interno dei propri confini nazionali.

²⁵ CONSOB, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, Documento per la Discussione (19-3-2019), http://www.consob.it/documents/46180/46181/doc_disc_20190319.pdf/64251cef-d363-4442-9685-e9ff665323cf.

²⁶ Al momento non si ha notizia di alcuna ICO che sia stata lanciata in Italia o da società di diritto italiano. Ciò peraltro non significa che la disciplina nazionale sia priva di rilievo, atteso che se fosse dimostrata l'esistenza di un collegamento significativo con il nostro paese, anche un'ICO che fosse avviata all'estero da una società straniera dovrebbe intendersi regolata dal diritto italiano (almeno per il profilo del diritto dei mercati). Sulle problematiche di diritto internazionale che solleva un fenomeno atipico come quello delle ICO, si v. il contributo, in questo volume, di F. Vella e G. Giordano.

²⁷ Stando ad uno studio condotto fra il 2013 e il 2017 (*Token Rights: Key Considerations in Crypto-Economic Design*, Smith and Crown (Mar. 30, 2017), <http://perma.cc/2TDF-V8BW>), la proporzione fra i *token* di utilità e gli altri, sarebbe di tre a uno. Secondo altri invece il rapporto sarebbe meno sbilanciato. Resta il fatto che, mancando una definizione univoca delle varie tipologie, è difficile arrivare ad un conteggio ragionevolmente esatto. V. anche S. ADHAMI – G. GIUDICI – S. MARTINAZZI, *Why do businesses go crypto? An empirical analysis of initial coin offering*, cit.

sottoscrittore il diritto di fruire dei servizi (o più raramente di ricevere i beni) che l'emittente si propone di realizzare grazie ai finanziamenti ricevuti (es.: accesso a uno *storage cloud*, accesso ad una piattaforma di *gaming* o *trading online*, ecc.)²⁸.

4. (Segue) L'emissione di *utility token*: semplice compravendita di bene futuro o offerta al pubblico di prodotto finanziario?

Guardando al complesso ecosistema formato dalle ICO, potrebbe a prima vista sembrare che la scelta sia caduta sull'ipotesi meno problematica, non potendosi dubitare, a differenza che per l'emissione di *security token* e di *criptovalute* (o *payment token*), dell'ammissibilità di un'offerta al pubblico avente ad oggetto un bene o servizio futuro, quantunque tokenizzato²⁹.

Sennonché, a parte che – come ha dimostrato in particolare la casistica statunitense (caso *Munchee*) – il confine tra *utility* e *currency token* tende a farsi sempre più labile³⁰, vedremo poi che la praticabilità dell'operazione

²⁸ Per la verità, stando alla classificazione storica dell'Autorità svizzera (FINMA), l'espressione *utility token* varrebbe soltanto per quei *token* che rappresentano di per sé il mezzo per godere del servizio reso dall'emittente, mentre quelli che generano un credito (perché ad esempio l'attività da finanziare non riguarda un progetto *block-chain based*) sarebbero da qualificare come *investment token*. Ma la distinzione appare a nostro avviso trascurabile, visto che, almeno fino a quando il sistema non è attivo il rischio di controparte si atteggia allo stesso modo, trattandosi poi sempre di prestazioni di dare (in natura). Per alcuni esempi di *utility token*, cfr. FCA, *Guidance on Cryptoassets*, Consultation Paper, CP 19/3, jan. 2019, <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp19-03.pdf>, 29.

²⁹ A dimostrazione che “qui la tecnologia digitale c'entra per la verità poco” (M. CIAN, *I finanziamenti ad alta tecnologia*, in corso di pubblicazione), è sufficiente ricordare che un'operazione sostanzialmente simile fu compiuta già nel 1920 allorquando l'All England Lawn Tennis Club lanciò una raccolta fondi per la costruzione del campo centrale di Wimbledon. In cambio i sottoscrittori avrebbero avuto diritto ad accedere alla struttura per un certo numero di anni (questo e altri episodi analoghi sono riferiti da P.P. MOMTAZ, *Token Sales and Initial Coin Offerings: Introduction*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3277707, 1).

³⁰ Con provvedimento datato 11-12-2017, la SEC ha bloccato l'ICO lanciata da *Munchee Inc.* per sollecitazione abusiva (<https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf>), anche se nel *white paper* si diceva che i *token* avrebbero potuto essere utilizzati solamente per accedere a determinate funzionalità speciali (*premium*) della piattaforma e per ottenere servizi dagli esercenti aderenti al costituendo *network*. La Commissione, dunque, ha ritenuto che il *token* fosse da considerare alla stregua di un investimento e non invece di una *commodity*, come sono intese negli USA le criptovalute. Va da sé che (segue)

(*an*) – che in punto di diritto si presenta pacifica – in concreto è tutt’altro che scontata, venendo a dipendere dalla soluzione della questione disciplinare (*quomodo*)³¹.

Inoltre, va aggiunto che, mentre i *security token*, e a maggior ragione i *payment token*, presentano un contenuto tendenzialmente omogeneo che li rende suscettibili di considerazione unitaria, lo stesso non vale per gli *utility*, dal momento che la prestazione (in natura) che questi gettoni attribuiscono dipende nella sostanza dal tipo di progetto finanziato. Sì che, come si avrà modo di apprezzare, è essenziale che il discorso giuridico si specifichi ulteriormente a considerare le peculiarità del caso concreto.

Passando ora dal piano metodologico a quello contenutistico, considerato che è senz’altro lecito commercializzare beni e aspettative future per finanziarne la realizzazione, il problema di vertice che da più parti si è posto è se la tokenizzazione valga ad attribuire carattere finanziario alla relazione (di per sé di consumo) che si instaura tra il sottoscrittore e l’emittente³².

Prima di entrare nel merito della questione mette conto precisare che – a differenza di quanto sembra emergere da alcuni lavori – anche se la risposta dovesse essere negativa, la circostanza che il contratto di vendita dei *token* si concluda a distanza varrebbe comunque ad assicurare ai sottoscrittori una qualche forma di tutela, quanto meno ai sensi del d.lgs. n. 70/2003, ed eventualmente anche del codice del consumo³³. Vero è che, se l’operazione

più si amplia la cerchia dei possibili prenditori, oltre l’emittente, e più la distanza con le criptovalute si riduce. Come tuttavia ha proposto anche l’ESMA sembra ragionevole immaginare che la distinzione fra *token* di utilità e di pagamento vada rintracciata nell’esistenza in capo all’emittente di un obbligo, anche solo di far accettare i propri *token*.

³¹ Bisogna in effetti considerare che gli intermediari tradizionali al momento non sono attrezzati per veicolare le offerte attraverso la *blockchain*. Per cui se alla fine dell’indagine dovesse risultare che la vendita dei *token* integra un’attività riservata per essere i *token* considerati prodotti o strumenti finanziari (v. *infra* note 34 e 35), ciò vorrebbe dire che non c’è modo allo stato attuale di dar corso ad un’operazione del genere in modo lecito. Salvo immaginare di considerare i *token* di utilità come dei titoli di debito rientranti nell’ampliata competenza delle piattaforme di *crowdfunding*, ma allora con destinatari limitati ai soli investitori istituzionali.

³² Sulla necessità di tenere ferme le categorie generali, v. soprattutto P. CARRIÈRE, *Le “criptovalute” sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di “strumenti finanziari”, “valori mobiliari” e “prodotti finanziari”*; tra tradizione e innovazione, in *Riv. dir. banc.*, 2019, 2, 3 ss.

³³ Per i consumatori le norme di riferimento sono gli artt. 49-59, c. cons., sui contratti a distanza. Non sembra invece – ma il punto andrebbe approfondito – che la vendita di *utility token* possa integrare la commercializzazione di un servizio finanziario ai sensi dell’art. 67-bis, c. cons. Piuttosto si potrebbe ragionare dell’applicabilità della nuova dir. 2019/770/UE sui contratti aventi ad oggetto un contenuto digitale.

fosse qualificabile come offerta al pubblico di prodotti finanziari ai sensi dell'art. 1, lett. t), TUF, le conseguenze sul piano disciplinare sarebbero assai più pregnanti: sia per le imprese coinvolte, che salvo esenzioni sarebbero tenute alla redazione del prospetto, sia soprattutto per il mercato del *Fintech*, che si troverebbe a questo punto costretto a fare i conti con la riserva di attività sancita dall'art. 125 del regolamento intermediari (di attuazione dell'art. 32 TUF) per la promozione e il collocamento a distanza in favore dei risparmiatori al dettaglio³⁴. Per non dire degli altri vincoli che si determinerebbero (anche in sede di prima negoziazione) qualora dovesse propendersi per una qualificazione più specifica, *sub specie* di strumenti (invece che di semplici prodotti) finanziari³⁵.

5. Funzione di consumo e rischio finanziario

Cominciando dal cerchio più esterno del sistema mobiliare, cioè dai prodotti finanziari, è noto come la formula ampia e generica del TUF (“... ogni altra forma di investimento di natura finanziaria”) – benché

³⁴ Per la verità il quadro normativo che emerge dalla combinazione degli artt. 32 TUF e 125 reg. interm. non è chiarissimo. Non fosse altro per la discrepanza che subito si nota fra la rubrica dell'art. 32 TUF (in cui vengono menzionati solo gli strumenti finanziari) e il testo del suo secondo comma, in cui si conferisce alla CONSOB, sentita la Banca d'Italia, il potere di “disciplinare con regolamento, in conformità dei principi stabiliti nell'articolo 30 e nel decreto legislativo 19-8-2005, n. 190, la promozione e il collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza di servizi e attività di investimento e di prodotti finanziari” (enfasi aggiunta). Ragioni storiche, logiche e letterali sembrano tuttavia indurre a ritenere che anche l'offerta di meri prodotti finanziari, quando attuata a distanza, sia essa di prodotti propri o altrui, configuri attività riservata (P. CARRIÈRE, *Le “criptovalute” sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche*, cit., 45). In ogni caso la discussione potrebbe venire a perdere gran parte del suo rilievo qualora dovesse giungersi a riconoscere nei *token* un vero e proprio strumento finanziario (v. *infra* par. 7).

³⁵ Come noto, l'art. 18 TUF riserva agli intermediari abilitati l'esercizio professionale di servizi e attività di investimento come definiti dall'art. 1, co. 5, TUF. In Spagna, peraltro, la CNMV, *Criterios en relación con las ICOs*, 20-9-2018, <http://cnmv.es/DocPortal/Fintech/CriteriosICOs.pdf>, 3, ha sostenuto che questo non sarebbe un problema per l'emissione dei *token*, in quanto, salvo che si tratti di piattaforme specializzate, l'attuazione di una singola operazione isolata da parte della stessa emittente non dovrebbe integrare il requisito della professionalità. Con riferimento alla normativa nazionale sembra tuttavia doversi ritenere che l'attività sia professionale allorquando viene svolta, anche in modo occasionale, per finalità collegate alla propria impresa. Anche perché in caso contrario si arriverebbe al paradosso per cui l'offerta di prodotto finanziario deve transitare attraverso un intermediario abilitato, mentre per i *token* (che come vedremo potrebbero intendersi come strumenti finanziari, quindi come qualcosa di ancor più evoluto e sofisticato) non ce ne sarebbe bisogno.

appositamente voluta a scopo antielusivo – abbia finito per creare non pochi problemi ricostruttivi. Tanto da indurre una parte della dottrina a sostenere che sia impossibile attribuire alla nozione di prodotto finanziario una propria specificità giuridica che vada oltre l'impiego di capitali con finalità remunerativa³⁶.

Peraltro, se anziché indagare il concetto generale ci si concentra sulla ricca casistica, sembrerebbe che qualche punto fermo utile per impostare il discorso, in questo ventennio, sia emerso. In particolare, per quanto qui interessa, è importante ricordare come sia la CONSOB che la Corte di Cassazione siano ormai concordi nell'affermare che anche la vendita di un bene materiale (ma il discorso potrebbe estendersi ai servizi) può integrare gli estremi dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari qualora la funzione (concreta) dell'operazione sia quella di far conseguire al risparmiatore un profitto, e non invece di soddisfare un suo bisogno diverso³⁷.

Così ad esempio, come è noto, relativamente al caso di una società che proponeva al pubblico di acquistare diamanti contenuti in appositi involucri sigillati, la Suprema Corte ha confermato l'impostazione dell'Autorità di Vigilanza – che aveva sospeso l'operazione per violazione della normativa sul prospetto – sostenendo che, sebbene i preziosi fossero stati effettivamente posti nella disponibilità degli acquirenti, che quindi avrebbero potuto utilizzarli sin da subito, la circostanza che l'offerente si impegnasse a riacquistarli ad una certa scadenza verso la restituzione di un prezzo maggiorato era sufficiente a conferire all'operazione funzione finanziaria³⁸. Analoga sorte è toccata ad un'offerta avente ad oggetto

³⁶ Cfr. in argomento, anche per gli ampi riferimenti bibliografici, F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 10, Torino, 2020, 91 e 357 ss.; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 11, Torino, 2018, 7 ss.; M. CIAN, voce *Strumenti finanziari*, in *Enc. Treccani online*, 2015; M. FRATINI, *Prodotti finanziari, valori mobiliari e strumenti finanziari*, in *Il Testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini – G. Gasparri, I, Torino, 2012, sub art. 1, 20 ss.; A. RIGHINI, voce *Strumenti e prodotti finanziari*, in *Enc. Dir. Annali*, IV, Milano, 2011, 1162 ss.; V.V. CHIONNA, *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, I, 2; ID., *Le forme dell'investimento finanziario*, Milano, 2008, 280.

³⁷ Cfr. al riguardo le considerazioni di M. CIAN, *La cripto valuta – Alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, 328, spec. nota 36.

³⁸ Cfr. Comunicazione n. DTC/13038246 del 6-5-2013 e Cass. 5-2-2013, n. 2736, in *Contratti*, 2013, 1105 (con nota di F. SAVASTA). Cfr. altresì le Delibere n. 14422 del 13-2-2004, n. 14347 del 10-12-2003, n. 14110 del 3-6-2003, n. 13423 del 22-1-2002, nonché le Comunicazioni n. DEM/3082035 del 19-12-2003, n. DEM/1027182 12-4-2001 e n. DAL/97006082 del 10-7-1997. A contrario, in un caso in cui l'offerta riguardava dell'oro
(segue)

la vendita di opere d'arte per un corrispettivo scontato, con annessa la facoltà per l'acquirente, ad una certa scadenza, di restituire l'opera verso il pagamento dell'intero prezzo di listino, che pure è stata dichiarata illegittima (prima dalla CONSOB e poi dalla Corte di Cassazione) per violazione della disciplina finanziaria³⁹. Guardando indietro nel tempo, non si può infine non ricordare la nota vicenda dei c.d. certificati di vini *en primeur*, che la Banca istante avrebbe voluto emettere e poi anche intermediare nella circolazione, in relazione alla quale la CONSOB ebbe occasione di affermare chiaramente che "l'esistenza, ancorché potenziale, di un mercato secondario nel quale si effettuano scambi e si formano prezzi che prescindono dal valore facciale del titolo ... lasciano propendere per un investimento tipicamente finanziario"⁴⁰.

Si sa che, essendo quella di prodotto finanziario una nozione incerta a carattere prevalentemente funzionale, può essere fuorviante astrarre dalla situazione concreta. Nondimeno, al netto di questa precisazione, i precedenti parrebbero lasciar intendere che, per determinare la natura dell'offerta, non sia rilevante verificare se il bene promesso è presente o futuro, se è raro o comune, se è prevista la consegna fisica o in forma documentale⁴¹, dovendosi piuttosto guardare all'esistenza in capo al proponente di un (ulteriore) obbligo contrattuale, volto in qualche modo ad assicurare all'oblato la facoltà di rivendere il bene, vuoi in favore dello stesso emittente, vuoi al mercato. Solo se ricorre questa condizione aggiuntiva, in effetti, si può dire che l'atteso incremento di valore del capitale impiegato – per quanto scaturente da un successivo atto (di rivendita) – in realtà rappresenta (già) un elemento intrinseco all'offerta idoneo come tale a connotarla sul piano causale. Va da sé che – a differenza di quanto accade con riguardo alle pretese finanziarie in senso stretto, le quali hanno ad oggetto fin dall'inizio la dazione di una somma di denaro –, rispetto alla commercializzazione di beni (presenti o futuri) è ben possibile che, fra i sottoscrittori, vi sia anche chi non è interessato all'opportunità di guadagno prospettata dall'emittente, ma questo non toglie che la funzione oggettivamente prevalente che l'operazione si presta a realizzare abbia natura finanziaria, restando

che non veniva consegnato e per cui non si prevedeva alcun obbligo di riacquisto da parte emittente, è stata esclusa la fattispecie del prodotto finanziario (Comunicazione n. DIN/12079227 del 4-10-2012).

³⁹ Cass. 12-3-2018, n. 5911, *www.ilcaso.it*

⁴⁰ Comunicazione n. 98082979 del 22-10-1998.

⁴¹ Comunicazione n. 96009868 del 4-11-1996.

conseguentemente le altre motivazioni attratte nell'ambito dei motivi (soggettivi)⁴².

6. Negoziabilità del *token* e funzione speculativa. Spunti per una rinnovata tassonomia dei valori digitali

Provando ad applicare questi principi alle ICO, sembrerebbe che la conclusione in merito al problema della qualificazione dei *token* sia ormai a portata di mano: qualora nel documento di offerta (o forse anche solo in quello promozionale) sia previsto che l'emittente si impegna a procedere al riacquisto o comunque a concludere accordi per l'ammissione dei *token* alla negoziazione su uno o più *exchange*⁴³, il *token* di utilità dovrà considerarsi a tutti gli effetti un prodotto finanziario; altrimenti si rientrerà nella categoria dei c.d. *voucher*⁴⁴.

La correttezza dell'impostazione seguita parrebbe del resto confermata anche dal dato comparatistico e segnatamente dalla scelta compiuta da alcuni legislatori stranieri (e ora allo studio della CONSOB) di assoggettare ad un regime differenziato i *token* di utilità a seconda, appunto, della (prospettiva della) loro riscattabilità/negoziabilità⁴⁵. Un Autore ha

⁴² Come dice bene G. GUIZZI, voce *Mercato finanziario*, in *Enc. Dir.*, Agg. V, Milano 2001, 749, quel che rileva ai fini in esame è che il bene "sia oggettivamente negoziabile e sia dunque in grado di dar vita a un sistema di scambi per contanti (il cosiddetto mercato secondario)".

⁴³ Stando alle stime dell'ESMA i *token* "listati" negli *exchange* sarebbero circa un terzo del totale attualmente in circolazione (*Advice. Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 2019, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf, 11).

⁴⁴ L'espressione "*voucher*", già utilizzata dall'Agenzia dell'Entrate (nella risposta n. 14 del 28-9-2018, cit.), trova ora spazio nell'art. 8 della legge della Repubblica di San Marino, che recita: "I *token* di utilizzo di cui all'articolo 7, comma 2, lettera a) sono da qualificarsi come *voucher* per l'acquisto di servizi o di beni offerti dall'Ente Blockchain".

⁴⁵ La legislazione speciale maltese, ad esempio, lascia esplicitamente fuori dal suo perimetro applicativo i *token* di utilità, per tali intendendosi quei valori digitali che non rappresentano un valore mobiliare tipico e non sono scambiati su alcun *exchange* (si veda al riguardo la definizione di VFA all'art. 2 (2) del *Virtual Financial Asset Act*, 2018). In Francia, la disciplina speciale di matrice finanziaria relativa ai cd. beni diversi, è limitata al caso in cui sussista un obbligo di riacquisto (art. L551-1, *code monétaire et financier*). Inoltre l'art. L 54-10-1, sempre del *code monétaire et financier*, nel definire "*les actifs numériques*" richiede che lo stesso possa, fra l'altro, "*être transférée, stockée ou échangée électroniquement*". Mentre nel Colorado, la facoltà per l'emittente di chiedere all'autorità competente un'esenzione dall'applicazione della più onerosa normativa dettata per le attività coinvolgenti *securities* risulta subordinata al fatto che il bene o servizio promessi siano già disponibili ovvero lo diventino entro 180 giorni dall'emissione e durante questo tempo il sottoscrittore non

(segue)

parlato al riguardo di un approccio “*top-down*”, per indicare la necessità di muovere dalla considerazione del ruolo del *token* sul mercato secondario e da qui risalire al regime dell’offerta iniziale, invece che basare la ricostruzione semplicemente sul contenuto *ex se* del *token*⁴⁶. Ci sono però due ordini di considerazioni che mette conto svolgere a questo proposito.

La prima è che, come l’osservazione statica non vale a definire la natura dei *token*, così neppure quella dinamica può considerarsi sufficiente, essendo piuttosto dall’integrazione delle due che si deve trarre una visione d’insieme della causa negoziale (meglio: della funzione, finanziaria o no, dell’operazione). In questo senso sembra che la tassonomia classica – volta a distinguere tra *investment* e *utility token* – lungi dall’uscire superata dalla proposta del metodo *top-down* meriti di essere conservata, ed anzi approfondita. Se, infatti, ci si sofferma ad esaminare le specifiche previsioni inserite in alcuni *white paper* o determinate fattispecie piuttosto diffuse, come ad esempio i c.d. *mining pool*, viene d’obbligo rilevare che non necessariamente i *token* che danno diritto ad esigere una prestazione non monetaria collegata ad un progetto per così dire industriale (o per usare le parole della CONSOB: “imprenditoriale”⁴⁷) dell’emittente devono per ciò solo intendersi come di (mera) utilità; né si può pensare di basare la superabilità di questa valutazione sulla sola base della negoziabilità successiva del diritto.

Al di là dell’ipotesi in cui è la natura stessa della prestazione promessa al sottoscrittore ad apparire ambigua, come nel caso in cui il *token* offerto attraverso l’ICO desse diritto a vedersi attribuire una quota dei *bitcoin* estratti dal costituendo *pool*⁴⁸, il problema con cui ci si deve confrontare nella prassi riguarda la capacità di determinati elementi, evidentemente diversi dalla mera negoziabilità di cui si è detto, di incidere sulla classificazione del *token* quale determinata sulla base della prestazione principale⁴⁹. Gli esempi che si potrebbero fare sono moltissimi, perché molte sono

possa procedere ad alcun atto dispositivo del *token* (nuova sezione nel *Colorado Revised Statutes*, 11-51-308.7 (3) (a) (V) *Colorado digital token act*).

⁴⁶ F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle trading venues nell’era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2018, 3, 11 e 19.

⁴⁷ CONSOB, Documento per la Discussione, cit., 6.

⁴⁸ In argomento, v. J. GORDON – J.L. CHAPMAN – B. AKINS, *The Case for the Regulation of Bitcoin Mining as a Security*, in *Virginia J. L. & Techn.*, 19 (2015), 697 ss.

⁴⁹ Non sembra invece doversi attribuire rilevanza alla scarsità del *token* (a cui allude F. MURINO, *Riflessioni sulle Initial Coin Offering (ICO) e sugli utility token*, in *Fintech*, a cura di F. Fimmano – G. Falcone, Napoli, 2019, 445), anche perché la stessa appare più teorica che reale.

le ibridazioni che si possono immaginare: dall'attribuzione ai sottoscrittori (in aggiunta si intende al diritto d'uso tipico) di un ulteriore diritto di voto sulle decisioni chiave relative alle traiettorie di sviluppo del progetto imprenditoriale finanziato, alla promessa di una sorta di *bonus* in natura rapportato all'andamento economico dell'iniziativa economica, fino al riconoscimento di un vero e proprio diritto alla partecipazione ai profitti.

Per fugare il dubbio, alcuni ordinamenti hanno ritenuto opportuno esplicitare le caratteristiche da intendersi incompatibili con la funzione di (mero) consumo del *token*, indicando fra queste, oltre alla negoziabilità dello strumento, anche l'attribuzione al sottoscrittore di interessi, utili, dividendi, oltre ai diritti di voto e/o altri diritti partecipativi⁵⁰. In questo modo si tracciano alcune coordinate che dovrebbero servire ad indirizzare gli operatori e gli interpreti. Resta il fatto che, come si è detto in precedenza, le combinazioni che si possono tentare sono pressoché infinite, sicché risulta difficile pensare di poter offrire un inquadramento a ciascuna di esse. Senza contare che l'elenco di una serie di parametri fissi (come ad esempio l'attribuzione di un non ben identificato diritto di voto) rischia di ingenerare negli interpreti la fuorviante convinzione che ogni elemento abbia in sé la capacità di guidare la classificazione e vada quindi interpretato in modo isolato, mentre si è visto che il fulcro della disciplina finanziaria deve essere riscontrato nella causa concreta dell'operazione, quale risultante da una valutazione complessiva⁵¹. In questa prospettiva non sembra corretto (e forse neppure logico)

⁵⁰ Emblematico in tal senso risulta il caso della nuova legge della Repubblica di San Marino, che all'art. 8, co. 2, menziona espressamente le caratteristiche che i *token* di utilizzo non devono possedere per configurarsi come tali, fra cui la necessità che i *token* non diano "diritto al rimborso del capitale, alla corresponsione di interessi né alla distribuzione di utili e/o dividendi e non conferiscono alcun diritto quale azionista, obbligazionista o portatore di altro strumento finanziario quali, a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, i diritti di voto e/o altri diritti partecipativi". Simile approccio si ritrova anche nell'ordinamento maltese, dove gli emittenti che intendano lanciare un'ICO sono tenute a condurre un *Financial Instruments Test* (<https://www.mfsa.mt/fintech/virtual-financial-assets/guidance/financial-instrument-test/>) che attraverso domande specifiche li condurrà all'esito ad una risposta unitaria circa la natura finanziaria o meno dell'operazione programmata.

⁵¹ Si è detto giustamente da più parti che la valutazione deve valorizzare soprattutto la sostanza. Ma questo non deve intendersi come se la forma fosse del tutto irrilevante, giacché, come è stato giustamente fatto notare, il prodotto esiste in quanto viene descritto, per cui bisogna far riferimento a quello che, sulla base delle risultanze, era legittimo per il sottoscrittore attendersi (A. LUPOI, *I prodotti finanziari nella realtà del diritto: rilevanza del rischio finanziario quale oggetto dell'operazione d'investimento*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2017, 75 e 90). Anche la FCA inglese ha ribadito l'importanza di quanto riportato nel materiale pubblicitario e nel Wyoming è stato persino codificato (*segue*)

immaginare che l'attribuzione di un qualsiasi potere di veto o anche di voto (ad esempio relativamente al tipo di *blockchain* da adottare) possa di per sé giustificare l'attrazione di un *token* di utilità all'interno della sfera delle relazioni finanziarie⁵². Con la conseguenza che, almeno entro certi limiti, sembra che una valutazione caso per caso s'imponga comunque. Ma allora, se non si può immaginare di fornire indicazioni definitive, sarebbe preferibile, che anziché essere codificate a livello normativo, le stesse trovassero spazio in apposite *guidelines*⁵³, a rimarcare che si tratta di elementi indiziari il cui apprezzamento non può prescindere da una valutazione d'insieme dell'intera operazione, con riguardo anche al contesto in cui questa si colloca⁵⁴.

7. Ancora sulla negoziabilità dei *token*: dal prodotto allo strumento finanziario

In ogni caso, e veniamo alla seconda considerazione, sembra importante rimarcare che la questione della finanziarietà costituisce soltanto uno (segnatamente il primo) dei livelli di articolazione del complesso problema qualificatorio. Una volta stabilito che il *token* presenta carattere

il principio per cui l'uso della parola "investimento" è elemento sufficiente a determinare l'applicazione della normativa finanziaria.

⁵² Per un cenno in argomento, v. P. HACKER – C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *ECFLR*, 2018, 654 che richiamano l'attenzione sulla necessità di distinguere il diritto di voto "to make the company more profitable", tipico del socio, da quello che può essere assegnato ai titolari dei *token* di utilità pensato "to help investors shape the internal functionality of the product".

⁵³ In questa direzione si sono già mosse, fra gli altri, la Svizzera (FINMA, *ICO Guidelines*, 16-2-2018, <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>), la Gran Bretagna (FCA, *Guidance on Cryptoassets*, CP 19/3, jan. 2019, cit.), la Lituania (Banca Lituana, *Guidelines on security token offering*, 17-10-2019, https://www.lb.lt/uploads/documents/files/GALUTINIS_Guidelines%20on%20Security%20Token%20Offering.pdf) e gli Stati Uniti (SEC, *Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets*, 3-4-2019, <https://www.sec.gov/files/dlt-framework.pdf>).

⁵⁴ In qualche modo coerente con l'approccio suggerito nel testo appare la scelta compiuta dal legislatore del Montana, poi ripresa in Colorado, che invece di esplicitare le prerogative partecipative che possono o non possono corredare un *token* di utilità, ha ritenuto opportuno inserire nel testo normativo una precisazione di massima consistente nella necessità che il *token* svolga una funzione essenzialmente di consumo ("consumptive purpose") e come tale sia commercializzato e percepito dal pubblico (cfr. la nuova *Section 30-10-105(23)* (a) del *Montana Securities Act*, temporaneamente in vigore dal 1-7-2019 al 30-9-2023).

finanziario, sorge invero il problema di stabilire a quale, fra i tanti microinsiemi che compongono l'arcipelago disegnato dal TUF, debba essere associata la registrazione digitale. In particolare, la valorizzazione, entro i limiti ora precisati, della negoziabilità impone di chiedersi se la promessa formulata dall'emittente dell'immissione del *token* (che si credeva di utilità e invece deve apprezzarsi come *investment*) in uno o più sistemi di scambio (*exchange*) possa legittimare la qualificazione del *token* medesimo in termini di strumento finanziario, anziché di mero prodotto finanziario (art. 1, co. 2, TUF), con quanto ne consegue sul piano disciplinare⁵⁵.

Il tema, già sollevato dall'ESMA nella sua recente pubblicazione sui *cryptoasset*⁵⁶, risulta allo stato ancora ampiamente inesplorato da parte della dottrina, che solo di recente ne ha proposto un primo spunto ricostruttivo nell'unica prospettiva, però, degli strumenti derivati (art. 1, co. 2-*bis* e 2-*ter*, TUF)⁵⁷. Mentre vi è un'altra sottocategoria di strumenti finanziari che – anche per ragioni di probabilità statistica – merita di essere prioritariamente esaminata allorquando ci si interroghi sulla qualificazione degli *utility token* (puri), quella cioè dei “valori mobiliari” (art. 1, co. 1-*bis*, TUF)⁵⁸.

Di per sé, stante la definizione aperta che ne offre il testo unico (in aderenza alla MiFID I e II), anche se la distanza dai valori nominati (azioni,

⁵⁵ Se, come detto, il “collocamento” a distanza è comunque coperto dalla riserva di attività, che si tratti di prodotti o strumenti finanziari, diverso risulta invece per altri aspetti il regime delle due categorie menzionate. Senza entrare nei dettagli basti qui rammentare che solo per gli strumenti finanziari s'impone l'obbligo di verifica dell'adeguatezza e la necessità di autorizzazione anche per le attività ancillari di *trading*, consulenza, ricezione ordini, etc.

⁵⁶ ESMA, *Advice Initial Coin e cryptoasset*, cit., 20, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf

⁵⁷ F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle trading venues*, cit., 15 ss.

⁵⁸ Benché infatti l'ESMA abbia avuto cura di selezionare una gamma eterogenea di fattispecie per la propria *survey* (ESMA, *Annex 1, Legal qualification of crypto-assets-survey to NCAs*, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf, 6, la quasi totalità delle NCA coinvolte (25 su 27) ha escluso che anche uno solo degli esempi portati dall'Autorità comunitaria potesse qualificarsi come un derivato, sottolineando come si dovesse ritenere mancante il sottostante. Il che lascia intendere che si tratta di un'ipotesi, di fatto possibile, ma residuale. Le stesse Autorità nazionali si sono invece mostrate esitanti nell'applicare alle fattispecie considerate la nozione di valore mobiliare (cfr. *Annex 1, Legal qualification of crypto-assets-survey to NCAs*, cit., 16).

obbligazioni, ecc.)⁵⁹ appare notevole, l'associazione parrebbe praticabile⁶⁰. In particolare, la circostanza che i *token* siano emessi in genere in massa e in forma standardizzata sembrerebbe lasciare pochi dubbi in merito alla possibilità di considerarli delle "categorie di valori"⁶¹. Il punto è comprendere se ed a quali condizioni i *token* siano anche definibili come (un insieme omogeneo di) strumenti che "possono essere negoziati nel mercato dei capitali (art. 1, co. 1-bis, TUF)". Come dimostrano i risultati della *survey* condotta dall'ESMA, l'espressione si presta ad essere interpretata in vari modi, a seconda che si privilegi una visione astratta o concreta, generica o specifica, e questo rende una volta ancora difficile giungere a conclusioni sufficientemente stabili, soprattutto in un contesto internazionale⁶².

Intesa in senso letterale, la negoziabilità parrebbe anzitutto alludere alla possibilità giuridica che lo strumento formi oggetto di atti dispositivi. Ciò dovrebbe significare che la circolazione dei predetti strumenti, mentre può essere convenzionalmente limitata, non dev'essere subordinata a vincoli così restrittivi da renderla di fatto pressoché impossibile (*transferability*), né dev'essere occasionale o limitata ad un ristretto numero di operatori (*negotiability*)⁶³.

⁵⁹ Sulla diversità funzionale riscontrabile fra i *token* (d'uso) e le partecipazioni sociali, specialmente sul fronte delle prerogative patrimoniali, v. P. HACKER – C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation*, cit., 674 e 682. Il confronto assume un significato centrale per questi Autori, visto che nella loro interpretazione i valori mobiliari devono necessariamente presentare caratteristiche simili ad un titolo tipico (*security-like*). La tesi appare ingiustamente restrittiva. Ma anche andando per questa strada non è detto che la conclusione debba essere per forza negativa, posto che i *token* di utilità potrebbero in qualche misura rientrare fra "gli altri titoli di debito". Certo bisognerebbe riflettere sulla compatibilità della categoria legale con una prestazione di dare in natura, invece che in danaro, ma la via non sembra da escludere a priori.

⁶⁰ ESMA, *Annex 1, Legal qualification of crypto-assets-survey to NCAs*, cit., 6.

⁶¹ La stragrande maggioranza delle NCA interpellate dall'ESMA (*Annex 1, Legal qualification of crypto-assets-survey to NCAs*, cit., 5) ha riconosciuto una *class of securities* in tutti gli esempi proposti. Questo perché le emissioni generano *asset fra loro fungibili*, sebbene, come si è detto (*supra* par. 6), esistano svariate tipologie di *token* (anche di utilità).

⁶² ESMA, *Annex 1, Legal qualification of crypto-assets-survey to NCAs*, cit., 7.

⁶³ Al riguardo la Commissione Europea ha avuto modo di precisare che "the concept of negotiability contains the notion that the instrument is tradable. If restrictions on transfer prevent an instrument from being tradable in such contexts, it is not a transferable security" (*Q&As on MiFID*, https://ec.europa.eu/info/law/markets-financial-instruments-mifid-directive-2004-39-ec/implementation/guidance-implementation-and-interpretation-law_en). Con specifico riferimento ai vincoli alla circolazione, in dottrina è stata proposta la tesi secondo cui, stante la natura obbligatoria dei medesimi, i limiti negoziali sarebbero (segue)

Di più, oltre che tendenzialmente impersonale, bisognerebbe che la negoziabilità – come precisa il testo della legge – fosse riscontrabile all'interno di un contesto denominabile come “mercato di capitali”. Anche nell'indagine dell'ESMA si trova un fugace riferimento al requisito in parola, ma in tale documento il ragionamento appare curiosamente invertito, nel senso che secondo alcune autorità nazionali i *token* non sarebbero qualificabili come “*transferable securities*” perché gli *exchange* non sono sedi di negoziazione riconosciute⁶⁴.

Almeno nel nostro ordinamento sembrerebbe invece che la questione dovesse essere impostata al contrario, e cioè: posto che gli *exchange* danno luogo ad uno spazio di negoziazione aperto, dove si incrociano interessi multipli di scambio aventi ad oggetto relazioni (per quanto sopra esposto di matrice finanziaria), l'attività che questi svolgono deve considerarsi illegittima per carenza delle autorizzazioni prescritte?⁶⁵

Come ha ricordato la stessa Commissione UE, la MiFID non fornisce una definizione esplicita di “mercato dei capitali” e la stessa deve pertanto intendersi in senso ampio⁶⁶. Nella situazione concreta attuale, peraltro, la circostanza che gli *exchange* siano per lo più sprovvisti di regolare autorizzazione, fa sì che dall'analisi debbano restare senz'altro esclusi i

sempre irrilevanti ai fini della qualificazione in parole. Diversamente andrebbe considerato non negoziabile un *token* la cui circolazione fosse impedita sul piano tecnologico, ad esempio attraverso la messa in opera di “an implementation that ties the exercise of any rights flowing from the tokens to the unique blockchain identifier (public key) of the initial buyer” (P. HACKER – C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation*, cit., 663 s.).

⁶⁴ Va detto che anche la Commissione Europea sembra a volte far proprio questo schema nelle *Q&As on MiFID*, cit., quando afferma che il concetto di *capital market* “include[s] all contexts where buying and selling interest in *securities* meet” (corsivo aggiunto). Come se fosse appunto l'oggetto a definire la struttura, e non viceversa.

⁶⁵ Diversa, e a nostro avviso non condivisibile, appare la ricostruzione del problema seguita da P. HACKER – C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation*, cit., 674 ss. e anche da P. MAUME – M. FROMBERGER, *Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws*, in 19 *Chicago J. Int. L.* (2019), 572 ss., i quali, dopo aver acclarato che i *token* sono dei valori standardizzati negoziabili e gli *exchange* (senza distinzione) dei mercati, negano in finale la qualifica di valori mobiliari a causa della funzione essenzialmente di consumo che secondo loro animerebbe gli investitori che interagiscono su queste *trading venues*.

⁶⁶ Cfr. *Q&As on MiFID*, cit. Sulle sedi di negoziazione si v. anche il *Position Paper* della CONSOB, *Mappatura delle sedi di negoziazione in Italia dopo l'entrata in vigore di MiFID/MiFIR*, 2018, <http://www.consob.it/documents/10194/0/Position+paper+7/47ce9ff0-c5b0-4be1-8bf6-7ba3ec4a481d>

“mercati regolamentati” (art. 1, co. 1, lett. w *ter*), TUF)⁶⁷. Di talché, salvo immaginare che il concetto di mercato dei capitali possa identificare anche altro rispetto alle sedi di negoziazione⁶⁸, la domanda si ridurrebbe alla possibilità di sussumere gli *exchange* all’interno della classe dei sistemi multilaterali di scambio (MTF), o al limite dei sistemi organizzati (OTF)⁶⁹.

Ora, premesso che esistono diverse strutture di mercato dedicate ai *token*⁷⁰ e che, d’altro canto, un “sistema” è anzitutto un complesso di regole e poi, eventualmente, anche uno spazio tecnologico⁷¹, in dottrina è stata avanzata la tesi per cui un *exchange* decentralizzato puro (DEX) non potrebbe ambire a rappresentare una “sede di negoziazione” ai sensi dell’art. 1, co. 5-*octies*, lett. c), del TUF⁷². *A contrario*, si è dedotto che gli *exchange* centralizzati (CEX) avrebbero per converso i requisiti funzionali minimi per essere annoverati fra le strutture di mercato rilevanti ai sensi della MiFID e, quindi, del TUF⁷³. Tornando alle ICO, ciò vorrebbe dire

⁶⁷ Come infatti si evince dal quadro normativo europeo e nazionale, mentre gli OTF e gli MTF possono essere esercitati in forma abusiva, il “mercato regolamentato” per essere tale deve essere regolarmente autorizzato (a livello nazionale). Relativamente agli elementi costitutivi della fattispecie, la Commissione ha precisato che “the list of regulated markets published by the Commission does not have constitutive effect for the qualification of a trading platform as a regulated market. Essential for this is the authorisation as such granted by the national competent authority” (*Q&As on MiFID*, cit.).

⁶⁸ In tal senso, sulla scorta di una valorizzazione probabilmente troppo generosa del disposto degli artt. 83-*bis* e 91 TUF, E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. società*, 2019, 684.

⁶⁹ Relativamente alla natura chiusa del sistema disegnato dalla normativa europea sui mercati, v. D.I. PACE, *Le negoziazioni organizzate di strumenti finanziari*, in *NDS*, 2016, 1, 38 ss.

⁷⁰ Sulla necessità di una ricostruzione attenta dei servizi svolti dalle piattaforme genericamente denominate di *exchange*, anche con riguardo alle modalità di esecuzione, quale misura propedeutica alla costruzione di un quadro normativo specifico, v. S. JOHNSTONE, *Requisites for Development of a Regulated Secondary Market in Digital Assets*, AIFL Working Paper, No. 33, April 2019, 7 ss. Sui problemi regolamentari sollevati dagli *exchange*, v. IOSCO, *Issues, Risks and Regulatory Considerations Relating to Crypto-Asset Trading Platforms*, Consultation Report, 2019, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD627.pdf>.

⁷¹ M. CIAN, *Le sedi di negoziazione diverse dai mercati regolamentati*, in *St. iur.*, 2019, 452; D.I. PACE, *Le negoziazioni organizzate*, cit., 48 s.

⁷² F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle trading venues*, cit., 24

⁷³ A questo proposito è utile ricordare che, secondo l’ESMA, l’eventuale messa in atto di un metodo di *matching* automatico non vale di per sé ad eliminare l’elemento della discrezionalità proprio degli OTF (ESMA, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR market structures topics*, n. 21, ult. agg. 2019, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38_qas_markets_structures_issues.pdf).

che, se nel documento di offerta fosse esplicitata l'intenzione dell'emittente di "listare" il *token* all'interno (anche o solo) di un sistema centralizzato, allora il *token* andrebbe trattato alla stregua di uno strumento finanziario (precisamente di un valore mobiliare), trattandosi altrimenti di semplice prodotto finanziario.

La conclusione parrebbe tanto lineare, quanto rassicurante. Sennonché distinguere fra i modelli di *business* su cui si reggono gli *exchange* è estremamente complicato, soprattutto da quando la custodia delle chiavi private dei clienti non costituisce più un elemento tecnico essenziale per il funzionamento dei sistemi ad architettura accentrata⁷⁴. Inoltre bisogna considerare che se questa dovesse affermarsi come la linea spartiacque per l'applicazione della normativa, ciò potrebbe offrire un incentivo notevole allo sviluppo dei mercati decentralizzati, con conseguente sottrazione del fenomeno dall'ambito delle attività vigilate, il tutto all'insaputa e a discapito degli investitori⁷⁵.

In ogni caso, sembra che il funzionamento degli *exchange*, anche di quelli autogestiti, sia essenzialmente diverso da quello della semplice «bacheca elettronica», in cui gli intermediari possono ora far confluire le manifestazioni di interesse alla compravendita di titoli emessi in forza di una operazione di *crowdfunding* (art. 25-bis del Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line, adottato con delibera n. 18592 del 26-6-2013, aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 21110 del 10-10-2019). Se non altro perché il contratto di scambio si perfeziona all'interno dello spazio tecnico fornito dall'*exchange* (e non all'esterno come prescritto per la bacheca), in modo pressoché automatizzato, talvolta perfino in assenza di una controparte identificata⁷⁶.

⁷⁴ Cfr. a questo riguardo le osservazioni dell'ESMA, *Advice Initial Coin e cryptoasset*, cit., 44, e, in dottrina, di S. JOHNSTONE, *Requisites for Development of a Regulated Secondary Market in Digital Assets*, cit., 17, che rileva come "the operation of different exchanges sit along a spectrum from pure CENEX to pure DEX" e ancora che "one exchange model does not presuppose the extinction of the other. For example, Bitfindex, a CENEX, has announced it will develop a DEX".

⁷⁵ Tanto è vero che nella sua ultima (2019) *Guidance for a Risk-Based Approach sui Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers*, la FATF (*Financial Action Task Force*) ha stabilito che anche un *exchange* decentralizzato o un qualsiasi altro sistema (anche *P2P*) che valga a facilitare lo scambio di criptoattività rientrare tra i *Virtual Asset Service Providers* (VASPs), soggetto come tale alle Raccomandazioni antiriciclaggio (<https://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/RBA-VA-VASPs.pdf>, spec. 15).

⁷⁶ Sulla conclusione del contratto quale elemento distintivo dei sistemi di negoziazione rispetto alla semplice mediazione (peraltro pure configurante attività riservata), v. già D.I. PACE, *Le negoziazioni organizzate*, cit., 50 s.

Negli Stati Uniti, in molti si sono levati contro la decisione della SEC di sanzionare il fondatore di Etherdelta (un *exchange* decentralizzato) per esercizio abusivo di attività di investimento, sostenendo che la mera programmazione di uno *smart contract* deve intendersi come espressione della libertà di pensiero, prima ancora che del principio di iniziativa economica⁷⁷. Ma è chiaro che senza l'apporto dei programmatori gli utenti non sarebbero in grado di scambiarsi i *token*⁷⁸ e quindi in ultima istanza non sembra eccessivo sostenere che nel caso dei DEX il "sistema" è la tecnologia stessa⁷⁹. Altro essendo evidentemente il problema di capire a chi questo sistema debba essere imputato⁸⁰.

Da ultimo, se si condivide l'idea che i *token*, anche quelli che in un'ottica statica potrebbero definirsi di utilità, se negoziabili su un *exchange* (di qualsiasi genere) siano per ciò solo dei valori mobiliari, occorre comunque

⁷⁷ Il riferimento è al *Cease and Desist order* dell'8-11-2018 (<https://www.sec.gov/litigation/admin/2018/34-84553.pdf>) con cui la SEC ha stabilito che anche qualcuno "who simply provides an algorithm" si può intendere "to be running a securities exchange", sostenendo che chi scrive e sviluppa codici (di programmazione) non può non sapere che in questo modo si contribuisce alla creazione di un sistema di scambio non autorizzato.

⁷⁸ Perché infatti gli *exchange* possano funzionare in modo efficiente nel tempo, serve una sorta di attività di manutenzione, che in genere i programmatori continuano a svolgere una volta avviato il sistema. Il meccanismo pertanto non procede propriamente da sé, in modo autonomo. Tanto è vero che nell'estate del 2018 un DEX (Bancor), sospettando un possibile attacco al sistema, è stato in grado di bloccare i conti dei partecipanti e quindi le negoziazioni. Questo perché, come ricorda S. JOHNSTONE, *Requisites for Development of a Regulated Secondary Market in Digital Assets*, cit., 20: "while the trading participants in a DEX may be distributed, the Trading Mechanism functions are nevertheless centralized in the underlying code constituting the DEX".

⁷⁹ In questo senso, ben si spiega la definizione fornita dalla legislazione maltese di "VFA exchange operator" come ricomprensente "a person or persons who manages and, or operates the business of a VFA exchange and may be the VFA exchange itself" (corsivo aggiunto): art. 2, *Virtual Financial Assets Act*, 2018.

⁸⁰ Netta al riguardo appare la scelta compiuta dal legislatore del Wyoming (*Wyoming Utility Token Bill*), che sembra esplicitamente escludere dal novero dei soggetti a cui si applica la normativa finanziaria "A person who develops, sells or facilitates the exchange of an open blockchain token, as defined in 9 W.S. 17-4-206(c)". Più incerta al riguardo la posizione del *Virtual Financial Assets Act*, 2018, maltese che in punto di responsabilità si limita a rinviare a successive determinazioni, escludendo peraltro dalla delega proprio la questione dell'imputabilità dei DEX (art. 15 (4): "where a VFA exchange is managed or operated by a VFA exchange operator other than the VFA exchange itself, the competent authority shall establish by means of Rules how the different obligations are to be allocated between the VFA exchange and the VFA exchange operator").

ricordare che in argomento l'art. 83-bis TUF dispone l'obbligo di gestione accentrata di tutti questi strumenti. Sì che, come ha evidenziato anche la Commissione di vigilanza spagnola (CNMV), fino a quando non interverrà una modifica normativa, le emittenti che intendano listare i propri *token* (emessi secondo il regime nazionale vigente per le emissioni iniziali di valori mobiliari) saranno costrette a rivolgersi ad *exchange* stranieri, ovvero appartenenti a giurisdizioni che non prevedono la regola della gestione accentrata sopra riferita⁸¹.

8. L'approccio della CONSOB. Brevi spunti *de iure condendo*

Per concludere, vale la pena chiedersi se e come potrà evolvere il quadro normativo. Invero, come detto in precedenza, sulla scia di altri ordinamenti vicini, geograficamente e per tradizione, anche l'Autorità nazionale di vigilanza finanziaria parrebbe intenzionata ad introdurre una disciplina speciale per l'emissione e lo scambio dei *token* (criptoattività). A distanza di un anno dalla pubblicazione del Documento per la Discussione, peraltro, nonostante anche i numerosi spunti forniti durante l'udienza pubblica svoltasi a maggio scorso, il progetto appare ancora fermo ad uno stato poco più che embrionale⁸². La dottrina, d'altro canto, pur apprezzando il *modus operandi* inclusivo adottato per l'occasione dalla CONSOB, ha manifestato perplessità in merito ai contenuti della proposta, soprattutto per quanto concerne la delimitazione del campo di applicazione della prospettata riforma, volta, come noto, a creare un regime volontario agevolato per l'emissione e lo scambio dei *token* realizzati mediante apposite piattaforme riconosciute e vigilate⁸³.

⁸¹ Sulla qualificazione dei *token* listati negli *exchange* come valori mobiliari, v. CNMV, *Consideraciones sobre "criptomonedas" e "ICOs" dirigidas a los profesionales del sector financiero* (8-2-2018), https://www.cnmv.es/loultimo/comunicadoCNMV_ICO_ES%20-final.pdf, mentre sulla questione del deposito accentrato, v. CNMV, *Criterios en relación con las ICOs* (20-9-2018), <http://cnmv.es/DocPortal/Fintech/CriteriosICOs.pdf>.

⁸² Invero, anche il Report Finale pubblicato il 2 gennaio 2020 a valle della Consultazione Pubblica sembra più una sintesi che un vero programma (http://www.consob.it/documents/46180/46181/ICOs_rapp_fin_20200102.pdf/70466207-edb2-4b0f-ac35-dd8449a4baf1).

⁸³ A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività: il nuovo approccio regolatorio della Consob*, in *Dir. bancario*, aprile 2019; M. NICOTRA, *Il regime giuridico delle ICOs. Analisi comparata e prospettive regolatorie italiane*, in *Dir. bancario*, Aprile 2019; E. FRANZA, *Nuove modalità di finanziamento: la blockchain per startup e piccole e medie imprese. Rischi e possibili vantaggi*, in *Dir. bancario*, maggio 2019; A. GENOVESE, *Innovazione tecnologica e trasformazione del settore finanziario tra Initial Coin Offerings (ICOs) e Investment Crowdfunding: quali sfide per l'Autorità di controllo*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole*, (segue)

Nel dettaglio, mentre la decisione della CONSOB di non considerare i *token* rappresentativi di strumenti finanziari (nominati) è risultata genericamente condivisa, giusta anche la copertura comunitaria vigente in materia, critiche sono state mosse avverso l'ipotesi di restringere l'accesso al nuovo sistema derogatorio all'emissione dei soli *token* che siano contemporaneamente *i)* «rappresentativi di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali» e *ii)* destinati alla negoziazione all'interno di uno o più sistemi di scambi, atteso che questo vorrebbe dire secondo alcuni escludere dal regime agevolativo la maggior parte delle ICO⁸⁴.

In effetti, per quanto i criteri di selezione in parola ricalchino in buona sostanza quelli della legge maltese, la loro riproposizione all'interno del contesto nazionale non può che suscitare perplessità. Per chi ritenga di aderire all'impostazione discussa in precedenza in base alla quale ogni *token* che sia scambiato in un qualsiasi *exchange* dovrebbe considerarsi uno strumento finanziario, come tale soggetto ai vincoli posti dalla normativa MiFID, il motivo del dissenso è presto detto. Ma anche chi non condividesse questa tesi dovrebbe comunque ammettere l'inopportunità (se non proprio l'illegittimità per carenza di potere⁸⁵) di un regolamento volto ad istituire un regime differenziato – seppur solo su base opzionale – tra i *token* di utilità negoziabili e quelli di pagamento o di investimento, che pure per quanto esposto potrebbero avere una matrice di tipo finanziario, questi ultimi anche in difetto di negoziabilità⁸⁶.

a cura di G. Finocchiaro – V. Falce, Torino, 2019, 25, spec. 27 (che evidenzia soprattutto il difetto di adeguata considerazione dei profili societari).

⁸⁴ P. CARRIERE, *Possibili approcci regolatori al fenomeno dei crypto-asset; note a margine del documento di consultazione della Consob*, <http://www.dirittobancario.it/appfondimenti/fintech/possibili-approcci-regolatori-al-fenomeno-dei-crypto-asset-note-margine-del-documento-di-consultazione>. Critico, ma per ragioni opposte, anche M. DE MARI, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offerings (ITOs)*, cit., 298, secondo il quale i *token* di utilità (anche se negoziabili: 294) non avrebbero nulla di finanziario e andrebbero quindi tenuti fuori dall'azione della CONSOB.

⁸⁵ Invero, come noto, l'art. 100, co. 2, TUF attribuisce alla CONSOB il potere di individuare le offerte di prodotti finanziari che non sono soggette, in tutto o in parte, alle norme del capo I sull'offerta al pubblico, mentre la proposta sulle ICO finirebbe per attuare una revisione del concetto stesso di prodotto finanziario, in quanto l'esclusione non sarebbe giustificata dalle modalità dell'offerta (come sembra richiedere l'art. 100 citato), ma dal suo oggetto.

⁸⁶ In altre parole, ciò che a nostro avviso non convince della Proposta della CONSOB, non sarebbe tanto la mancata considerazione dei *token* di utilità puri non negoziabili (come sostiene invece P. CARRIERE, *Possibili approcci regolatori al fenomeno dei crypto-asset; note a margine del documento di consultazione della Consob*, cit.), che anzi realizzerebbe un'estensione anomala dei principi finanziari ad un fenomeno non
(segue)

In generale, se si tiene conto dell'eterogeneità di situazioni a cui può dar luogo la tokenizzazione, la proposta regolamentare dell'Autorità di vigilanza appare troppo timida e legata agli schemi classici, per riuscire nello scopo di offrire adeguata tutela agli investitori senza pregiudicare l'innovazione. Lo si vede chiaramente nella forzata definizione di *cryptoasset* e lo si avverte forse ancor più nettamente con riguardo alle misure che, secondo il progetto, dovrebbero comporre il regime speciale. A cominciare dal tentativo di re-intermediazione sotteso alla prospettata creazione di apposite piattaforme (vigilate e sottoposte a vincoli strutturali e comportamentali simili ai gestori dei portali di *crowdfunding*) per "la promozione e realizzazione di offerte di cripto-attività di nuova emissione", la cui previsione sembra presupporre ancora una fase distributiva come separata da quella creativa (che nei *token* generati tramite *smart contract* invece manca), mentre lascia irrisolta la questione dell'imputabilità delle attività che grazie alla programmazione si possono realizzare. Tutti profili che invece la più concreta legislazione maltese (non per nulla organizzata in tre lunghi *bills*) giustamente prova in qualche modo a risolvere, come anche la questione del tipo di DLT utilizzabili e il problema della verifica di conformità dei contratti intelligenti, di cui pure – ammesso che la disciplina delle offerte di servizi inerenti strumenti finanziari sia di competenza del legislatore nazionale (e non europeo) – l'ordinamento dovrebbe farsi carico⁸⁷.

Per capire, tuttavia, *come* questi fenomeni debbano essere regolati, serve tempo, perché la tecnologia è troppo recente e instabile per riuscire a concepire una manovra efficace e coerente⁸⁸. Meglio allora attendere che il quadro, soprattutto europeo, si schiarisca e nel frattempo affidarsi all'interpretazione elastica delle Autorità preposte.

finanziario, quanto piuttosto l'esclusione dal campo di applicazione del regime *de qua* dei *token* di investimento puri, ossia privi di *features* che li rendano assimilabili, sul piano amministrativo, alle *securities* nominate (azioni, obbligazioni, etc.). Ancora, sarebbe forse auspicabile che la CONSOB precisasse meglio che non solo le *securities* pure, ma anche le *securities-like* devono considerarsi estranee alla manovra.

⁸⁷ V. *infra* in questo Volume I. GAUCI, *Fintech regulation in Malta*.

⁸⁸ Sugli ostacoli anche logici che rendono complessa la regolazione in materia v. D.A. ZETSCHE – R.P. BUCKLEY – D.W. ARNER – L. FÖHR, *The ICO Gold Rush: It's a scam, it's a bubble, it's a super challenge for regulators*, in *Harv. Int. L. J.*, 60 (2019), 267 ss.; e più di recente F. ZATTI, *Entangled in Cryptoassets' Legal Nature and Governance: Searching for Clear Boundaries or Working for their Removal?*, 2019, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3335793, 5.