

Febbraio 2020

La nuova disciplina francese dei crypto-asset: un imperfetto tentativo regolatorio?

Andrea Berruto, Annunziata & Conso

1. Introduzione

La Francia, con la legge 2019-486 del 22 maggio 2019 (nota come “legge PACTE”), ha introdotto un regime regolamentare facoltativo per le *Initial Coin Offering* (ICO) e per i *provider* di servizi di *crypto-asset*. Recentemente, l’Autorità di Vigilanza dei mercati finanziari francese, l’*Autorité des marchés financiers* (AMF), ha pubblicato, sul suo sito *web*, importanti informazioni di dettaglio sulle procedure per l’adozione di tale regime da parte degli operatori del mercato *crypto*¹.

2. Condizioni per la emissione di una ICO rivolta al pubblico degli investitori francesi

Ai sensi degli articoli che vanno dal L552-2 al L552-7 del *Code monétaire et financier* francese, l’autorizzazione, da parte dell’AMF, relativa ad una specifica offerta al pubblico di *utility token*², può essere concessa solo a condizioni rigorose e per un periodo di tempo limitato (ovvero, per un massimo di sei mesi). Le condizioni a cui l’emittente si deve attenere sono le seguenti:

- l’emittente di (*utility*) *token* deve essere stabilito come entità giuridica in Francia (mediante la diretta costituzione dell’entità giuridica in Francia o mediante registrazione di una succursale sul suolo francese);
- è necessario predisporre e fornire un documento informativo (il c.d. “*white paper*”), insieme alla notifica della *coin offering*, conformemente a quanto

¹ Qui di seguito i *link* al sito dell’AMF relativi, rispettivamente, alle ICO e ai *provider* di servizi di *crypto-asset*: <<https://www.amf-france.org/Acteurs-et-produits/Societes-cotees-et-operations-financieres/Offres-au-public-de-jetons-ICO>>; e <<https://www.amf-france.org/Acteurs-et-produits/Prestataires-financiers/Prestataires-de-services-sur-actifs-numeriques-PSAN?>>

² Per un importante contributo al tema della qualificazione dei *crypto-assets*, si veda F. ANNUNZIATA, *Speak if you can: what are you? An alternative approach to the qualification of tokens and initial coin offerings*, Bocconi Legal Studies Research Paper Series No. 2636561, reperibile al seguente indirizzo <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3332485##>.

disposto dall' articolo 712-2 del *Règlement général de l'AMF* e dalla *instruction AMF DOC-2019-06*;

- l'emittente (dei *token*) deve istituire un sistema volto a monitorare e segregare gli *asset* raccolti durante l'offerta al pubblico³;
- l'emittente deve notificare all'AMF qualsiasi modifica sostanziale dell'offerta fatta tra la concessione dell'autorizzazione e la chiusura dell'offerta (una modifica "sostanziale" viene definita quale suscettibile di avere un'influenza significativa sulla scelta di investimento);
- l'emittente deve conformarsi alla normativa antiriciclaggio e antiterrorismo.

Ulteriori prescrizioni di dettaglio ci vengono fornite dal combinato disposto del *Règlement Général De L'autorité Des Marchés Financiers* agli articoli 711-1 e ss. e dall'*Instruction Amf Doc-2019-06* con riferimento al contenuto del documento informativo (*"white paper"*).

Quest'ultimo deve contenere obbligatoriamente un *disclaimer* che avverta il pubblico degli investitori circa i rischi finanziari connessi alla ICO e la conseguente potenziale perdita (parziale o totale) dell'investimento.

Il documento informativo deve anche contenere un avviso in cui si descrive la finalità e lo scopo dell'autorizzazione ricevuta dall'AMF, che, ricordiamo, non ha mai ad oggetto una valutazione circa il merito commerciale della specifica *coin offering*.

Sempre prendendo a prestito da i presidi canonici della disciplina dei mercati finanziari, si prevede anche la dichiarazione obbligatoria circa l'accuratezza delle informazioni fornite nel documento informativo da parte della persona responsabile della sua redazione.

L'emittente deve, infine, rendere disponibile al pubblico l'esito dell'offerta entro due giorni lavorativi dalla sua chiusura. Il comunicato stampa richiesto deve contenere alcune informazioni obbligatorie, tra cui: la quantità di fondi e *asset* digitali raccolti durante il periodo di offerta; il numero totale di *token* dello stesso tipo emessi; la struttura di allocazione dei *token* per tipologia di titolare (/sottoscrittore) e, ove applicabile, l'importo dei fondi e degli *asset* digitali raccolti durante il periodo di offerta e già utilizzati dall'emittente.

³ L'*Instruction Amf Doc-2019-06* fornisce anche degli esempi di sistemi di monitoraggio e salvaguardia degli *asset* raccolti tramite la ICO di cui l'emittente dovrà dotarsi, tra i quali: la possibilità per l'emittente di sottoscrivere accordi di deposito in garanzia, la predisposizione di sistemi c.d. multi-firma, e/o l'utilizzo di *smart contract* basati su *distributed ledger technology*.

L'AMF esaminerà la bozza del documento informativo rivolto al pubblico, insieme agli altri documenti richiesti di cui al paragrafo 3.1 dell'*Instruction Amf Doc-2019-06*, al fine di valutare la qualità delle informazioni fornite e notificherà la sua approvazione o disapprovazione entro 20 giorni lavorativi dalla conferma del ricevimento della domanda inviata elettronicamente (o, se applicabile, 20 giorni lavorativi successivi alla ricezione delle informazioni aggiuntive richieste dall'Autorità di Vigilanza). Se l'AMF rifiuta di approvare l'istanza autorizzativa, è tenuta a motivare la sua decisione.

Sebbene l'approvazione sia teoricamente facoltativa per gli emittenti di una ICO, solo le offerte di *token* che hanno ricevuto l'approvazione dell'AMF possono essere commercializzate direttamente al pubblico francese. Per converso, le offerte di *utility token* che non ricevono la previa autorizzazione potranno essere rivolte solo ad un numero limitato di sottoscrittori e, quindi, la emissione di *token* non si caratterizzerà come un'offerta al pubblico, bensì come un *private placement*⁴. In conclusione, la disciplina delle ICO è modellata, a livello generale, attraverso la tecnica di politica legislativa dell'*opt-in*, ma per i soggetti che vogliono promuovere una ICO al pubblico dei risparmiatori francesi, il nuovo regime lascia ben pochi spazi alla libera scelta degli emittenti incentivando (o, meglio, "forzando"), di fatto, l'adozione del nuovo regime regolamentare⁵.

⁴ Si veda quanto riportato espressamente dall'AMF sul proprio sito *web* (qui di seguito nella versione inglese <https://www.amf-france.org/en_US/Acteurs-et-produits/Societes-cotees-et-operations-financieres/Offres-au-public-de-jetons-ICO?langSwitch=true> e nella versione francese <<https://www.amf-france.org/Acteurs-et-produits/Societes-cotees-et-operations-financieres/Offres-au-public-de-jetons-ICO>>): "Sebbene questa approvazione sia facoltativa e le ICO senza approvazione AMF continueranno quindi ad essere legali, solo le offerte pubbliche che hanno ricevuto l'approvazione AMF possono essere commercializzate direttamente al pubblico in Francia / si le visa est optionnel et qu'à ce titre, les ICO sans visa demeurent légales, seules les offres au public de jetons ayant reçu le visa de l'AMF pourront faire l'objet, en France, d'un démarchage auprès du public."(N.d.r.: il testo sottolineato non è presente nella versione originale). Inoltre, ai fini di questa fondamentale precisazione sulle conseguenze giuridiche derivanti dell'adozione o meno del nuovo regime, si rinvia anche all'articolo L. 552-3 del *Code monétaire et financier* francese che, coerentemente con quanto sopra riportato, chiarisce ulteriormente che: "Un'offerta pubblica di *token* consiste nell'offrire al pubblico, in qualsiasi forma, la sottoscrizione di questi *token*. Non costituisce un'offerta al pubblico di *token* l'offerta di *token* aperta alla sottoscrizione da parte di un numero limitato di persone, fissata dalla normativa generale dell'Autorité des Marchés Financiers, che agisce per proprio conto". / "Une offre au public de jetons consiste à proposer au public, sous quelque forme que ce soit, de souscrire à ces jetons. Ne constitue pas une offre au public de jetons l'offre de jetons ouverte à la souscription par un nombre limité de personnes, fixé par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, agissant pour compte propre."

⁵ Si veda sul punto anche P. CARRIÈRE, *Initial Coin Offerings (ICOs): Italia-Francia, due approcci regolatori a confronto*, in *Diritto Bancario online*, 15 gennaio 2020, <<http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/fintech/initial-coin-offerings-icos-italia-francia-due-approcci-regolatori-confronto>>, (15/01/2019), p. 10: "Alla luce di tale affermazione, la natura "volontaria" del regime di disciplina previsto non può che apparire una vuota petizione di principio, atteso che ogni ICOs – nella sua articolazione tipica – costituisce di per sé e immancabilmente una "offerta/collocamento" di "natura pubblica", con la conseguenza che, in assenza del "visto", nessuna ICOs potrà nei fatti svolgersi sul mercato francese (essere commercializzata presso investitori residenti in Francia.)".

3. Condizioni per l'autorizzazione dei provider di servizi di *crypto-asset*

Per i *provider* di servizi di *crypto-asset*⁶ (“*Prestataires de services sur actifs numériques*” (*PSAN*)) (o, i “*provider*”) costituiti in Francia, la richiesta di autorizzazione dell’AMF è meramente facoltativa⁷ – ad eccezione di due categorie di *provider* che analizzeremo nel prosieguo –⁸.

Dalla disamina del combinato disposto degli articoli D. 54-10-2 e ss. del *Code monétaire et financier* francese, del Libro VII, Titolo II (“*Les prestataires de services sur actifs numériques*”) del *Règlement général de l’AMF*, e dell’*Instruction de l’AMF DOC-2019-23*, emerge che i *provider* che scelgono spontaneamente di adottare la nuova disciplina dovranno rispettare in modo permanente vari requisiti per prevenire i rischi operativi, di frode, di sicurezza del consumatore, e porre in essere dei meccanismi di controllo interno, di resilienza dei sistemi IT e di prevenzione dei potenziali conflitti d’interesse.

Inoltre, i *provider* autorizzati dovranno conformarsi, in modo continuativo, agli obblighi di comunicare con i rispettivi clienti in modo chiaro e accurato e di non fornire informazioni fuorvianti (anche nell’ambito delle comunicazioni di *marketing*)⁹, di

⁶ Tra i servizi associati ai *crypto-asset* che sono regolati dal nuovo regime si annoverano:

- la fornitura di un portafoglio digitale;
- la fornitura di una borsa per negoziare criptovalute contro monete avente corso legale;
- la fornitura di una borsa per negoziare criptovalute contro altre criptovalute;
- la gestione di una piattaforma di trading per criptovalute;
- l’esecuzione di ordini relativi a *crypto-asset* per conto dei clienti;
- la gestione di un portafoglio di *crypto-asset*;
- la consulenza agli investimenti in materia di *crypto-asset*;
- la sottoscrizione di *crypto-asset* sulla base di un impegno irrevocabile;
- il collocamento di *crypto-asset* sulla base di un impegno irrevocabile;
- il collocamento di *crypto-asset* senza impegno irrevocabile.

Per una lista completa dei *provider* (“*Prestataires de services sur actifs numériques*” (*PSAN*)), si consulti la pagina web dell’AMF di cui al seguente indirizzo: <<https://www.amf-france.org/Acteurs-et-produits/Prestataires-financiers/Prestataires-de-services-sur-actifs-numeriques-PSAN>> e l’elenco di cui all’articolo L54-10-2 del *Code monétaire et financier* francese.

⁷ Le ICOs, infatti, anche senza approvazione, sono ancora considerate legali in Francia; ma, secondo quanto espresso dall’AMF, in mancanza di autorizzazione sarebbe preclusa l’offerta al vasto pubblico.

⁸ Per un’analisi introduttiva alla materia, si veda la pagina web dell’AMF: <https://www.amf-france.org/en_US/Acteurs-et-produits/Prestataires-financiers/Prestataires-de-services-sur-actifs-numeriques-PSAN?langSwitch=true>.

⁹ In particolare, ai sensi dell’Articolo 721-10 del *Règlement général de l’AMF*: “In applicazione dell’articolo L. 54-10-5, settimo comma, I, del Codice monetario e finanziario, il fornitore di servizi di *crypto-asset* garantisce che tutte le informazioni, comprese le informazioni promozionali, a cui si rivolge ai clienti, soddisfa le seguenti condizioni:

- 1 Le informazioni includono il nome del fornitore di servizi di *crypto-asset* e i servizi che fornisce. Indica chiaramente i servizi per i quali ha ottenuto l’approvazione e il livello di protezione associato di cui beneficiano i suoi clienti e se ha ottenuto, se necessario, di essere registrato dall’AMF;
- 2 Quando le informazioni sono costituite da elementi tecnici, una definizione dei loro termini viene fornita in modo comprensibile;

pubblicare la politica tariffaria vigente e predisporre una politica efficace per la gestione dei reclami.

È importante notare che se tali operatori decidono di non optare per il regime facoltativo, questi ultimi potranno comunque svolgere le proprie attività; mentre, non appena il fornitore di servizi relativi ai *crypto-asset* decide di adottare il nuovo regime, tutti i requisiti applicabili ai sensi della nuova disciplina cessano di essere opzionali e l'ottemperanza al suddetto *set* di regole deve essere piena (non essendo previsto alcun principio di proporzionalità e/o progressività nell'applicazione delle nuove regole).

Infine, tutti i soggetti che si sottoporranno al regime opzionale dovranno ottemperare alla normativa antiriciclaggio e antiterrorismo di cui agli articoli L. 561-2 e ss. del *Code monétaire et financier* francese¹⁰.

4. I casi di registrazione obbligatoria all'AMF per i provider

Una specifica deroga alla natura opzionale del regime riguarda i *provider* di servizi di *crypto-asset* quando erogano i servizi indicati ai punti i) e ii) di cui all'articolo L54-10-2 del *Code monétaire et financier*, ovvero, coloro che forniscono servizi di custodia di *crypto-asset* e/o acquisto o vendita di *crypto-asset* da o verso valute avente corso legale (e forzoso) in Francia. Tali soggetti saranno tenuti a “registrarsi” presso l'AMF e a conformarsi agli obblighi AML/CFT previsti dalla legge francese¹¹. Questa registrazione è obbligatoria e l'AMF, una volta raccolto anche il consenso della *Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution* (ACPR), pubblicherà regolarmente un elenco di “*provider* registrati di servizi di *crypto-asset*”. In mancanza dell'iscrizione presso l'AMF, non sarà

-
- 3 Le informazioni includono avvertimenti chiari e intelligibili sui rischi associati ai *crypto-asset* nonché ai servizi di *crypto-asset* forniti;
 - 4 Le informazioni non mascherano, minimizzano o occultano alcun elemento, dichiarazione o avvertenza rilevante;
 - 5 Le informazioni sono presentate in francese o, con l'accordo del cliente, in una lingua comunemente utilizzata in ambito finanziario e facilmente comprensibile da quest'ultimo, su tutti i *media* e su tutti i documenti pubblicitari che gli vengono forniti;
 - 6 Quando le informazioni contengono un'indicazione della *performance* passata di un *crypto-asset* o di un servizio afferente ad un *crypto-asset*, il fornitore di servizi specifica che la *performance* passata non è un indicatore affidabile di risultati futuri e che questa indicazione si riferisce alla *performance* lorda, specifica l'effetto sulla prestazione di commissioni, onorari ed altri costi.
 - Le informazioni sulle prestazioni future si basano su ipotesi ragionevoli basate su dati oggettivi; e
 - 8 Le informazioni non utilizzano il nome dell'AMF in un modo che possa indicare o implicare che questa autorità approvi o avalli la scelta di *crypto-asset* o servizi digitali offerti dal fornitore ai propri clienti.”

¹⁰ Sono inoltre previsti requisiti specifici per ciascuno dei servizi elencati all'articolo L54-10-2 del *Code monétaire et financier* francese.”

¹¹ Questa previsione è un semplice corollario del recepimento della V Direttiva Antiriciclaggio all'interno dell'ordinamento francese; si ricorda, infatti, che la V Direttiva ha esteso il suo ambito soggettivo anche ai c.d. *exchanger* e *custodian wallet*.

consentito erogare i servizi di custodia di *crypto-asset* e di scambio da e verso valute *fiat*¹².

Fondamentale rilevare che, sul sito dell'AMF, viene espressamente specificato che i fornitori di servizi di *crypto-assets* già in attività al 18 dicembre 2019 hanno dodici mesi, a partire da tale data, per registrarsi. Dopo questa data, i nuovi DASP devono essere registrati prima di fornire i loro servizi¹³.

5. Alcune riflessioni conclusive

La normativa francese ha il pregio di promuovere il mercato dei *crypto-asset*, ma rimangono seri dubbi sulla reale portata innovativa di questa disciplina¹⁴. Ci si chiede innanzitutto se il tempismo sia giusto, ricordiamo infatti che a seguito del periodo di “*hype*” del 2017¹⁵, vi sia stato un vero e proprio crollo nel numero di ICOs sul mercato americano ed europeo, anche determinato dai risultati economici, talvolta disastrosi, riportati da questa nuova forma di raccolta dei capitali. Segnaliamo, inoltre, che la natura ibrida di molti *token* offerti durante le *coin offering* (almeno quelle non palesemente illecite) rischiano di essere attratti dalla normativa dei mercati finanziari e qualificarsi come strumenti finanziari (e, conseguentemente, le *coin offering* come *Security Token Offering* (STO)). Ciò significherebbe, pertanto, la non applicabilità della nuova normativa francese, che espressamente esclude le STO, riducendo di molto la portata applicativa della disciplina in questione.

¹² Si rinvia al documento riassuntivo sui principali obblighi AML/CFT dei provider di servizio di *crypto-asset* predisposto dall'AMF (“*Règlementation LCB-FT : synthèse des principales mesures devant être mises en œuvre par les prestataires de services sur actifs numériques*”), qui nella versione inglese <<https://www.amf-france.org/technique/multimedia?docId=1f8391e1-6191-4033-80f5-3bc8677e3339>> e qui nella versione francese <<https://www.amf-france.org/technique/multimedia?docId=3ee0330d-6a9f-453a-b14b-5a1d024d7bda>>.

¹³ Qui il testo originale della comunicazione dell'AMF: “*Attention: les PSAN existants au 18 décembre 2019 ont 12 mois pour procéder à leur enregistrement. Après cette date, les nouveaux PSAN doivent être enregistrés avant de fournir leurs services.*” e consultabile alla pagina web <<https://www.amf-france.org/Acteurs-et-produits/Prestataires-financiers/Prestataires-de-services-sur-actifs-numeriques-PSAN?langSwitch=true>>.

¹⁴ ESMA Advice- *Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 9 gennaio 2019, che fa seguito al più generale precedente intervento *The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets*, febbraio 2017, in https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/dlt_report_-_esma5..., e all'azione della Commissione Europea con il *FinTech Action plan: for a more competitive and innovative European financial sector*, marzo 2018, in https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-fintech_en.., sul quale, per un primo commento, vedasi F. Annunziata, *Distributed Ledger Technology e mercato finanziario: le prime posizioni dell'ESMA*, in M.T. Paracampo (a cura di), *FinTech, Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2017 p. 229 s.

¹⁵ Si veda il “*Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*”, preparato dal *Securities and Markets Stakeholders Group* dell'ESMA del 19 ottobre 2018, ESMA 22-106-1338, <<https://www.esma.europa.eu/document/smsg-advice-own-initiative-report-initial-coin-offerings-and-crypto-assets>>.

Ulteriore punto critico della recente normativa è che non si comprende la limitazione della diretta commercializzazione dell'offerta al pubblico dei risparmiatori, solo previa autorizzazione da parte dell'AMF. Ad avviso di chi scrive, sebbene la soluzione francese rifletta una chiara visione politica ed una presa di posizione coraggiosa, data la novità del fenomeno e la velocità dell'evoluzione tecnologica nel settore FinTech, forse, era opportuno lasciare una finestra temporale in cui gli operatori del mercato avrebbero potuto beneficiare di un regime effettivamente facoltativo per la emissione di *utility token*¹⁶. Sempre per quanto concerne la disciplina delle ICO, si ritiene che sarebbe stata opportuna una maggiore modularità e progressività negli adempimenti normativi a carico degli emittenti: non sono infatti previste soglie o regimi differenziati al variare della tipologia di emissione degli *utility token*. Da questo punto di vista, la nuova disciplina francese propone una *sand box* regolamentare imperfetta.

Sul fronte della disciplina dei *provider* di servizi di *crypto-asset*, invece, il nuovo *framework* normativo ha il merito, sotto il profilo della tecnica legislativa, di attingere alla normativa esistente che disciplina gli intermediari finanziari e di adattare i requisiti ai nuovi soggetti, creando anche una proporzionalità negli adempimenti e stabilendo dei requisiti *ad hoc* per le varie tipologie di fornitori di servizi. Infine, per le stesse considerazioni di cui sopra relative alla *sand box* regolamentare, è da salutare con favore la reale natura opzionale del regime, sotto il profilo soggettivo, per i *provider*¹⁷.

Al netto dello scarso tempismo nell'intercettare il fenomeno commerciale delle ICO (risalente al 2017), il tentativo della Francia di disciplinare per la prima volta in maniera organica il fenomeno dei *crypto-asset* è lodevole. La ricerca di un delicato compromesso fra l'applicazione delle vecchie regole e la comprensione delle caratteristiche dei nuovi modelli di *business*, ispira sicuramente la Legge PACTE, e smentisce ancora una volta l'approccio dei sostenitori del "*code is law*"¹⁸. La scelta del legislatore francese, infatti, è stata quella di non disciplinare ogni singolo aspetto; ma di iniziare ad adattare la

¹⁶ Si rammenta come la nuova normativa francese escluda espressamente la emissione di *security token*: pare, dunque, troppo restrittiva la scelta di imporre un'obbligo di registrazione, in questa fase storica, a tutti i nuovi emittenti di 'semplici' "*jetons dits de service*" (ovvero, *token* che danno accesso 'solo' alla compravendita di beni e servizi).

¹⁷ Per completezza, si segnala come il *caveat* di cui alla nota 9, solleva alcuni dubbi dal punto di vista interpretativo. Infatti, l'inciso "*Après cette date, les nouveaux PSAN doivent être enregistrés avant de fournir leurs services*" potrebbe lasciar spazio ad una lettura estensiva della norma: ovvero, tutti i nuovi *provider* di servizi di *crypto-asset* (anche se non svolgono l'attività di *custody* o di *exchange* verso *fiat*) devono obbligatoriamente conformarsi al nuovo regime. A parere di chi scrive, vista la collocazione di tale prescrizione nello specifico paragrafo relativo ai *provider* la cui registrazione è obbligatoria, e visto che, a livello sistematico, una lettura divergente svuoterebbe completamente il regime della sua natura facoltativa, tale lettura è da rigettare. Certamente, una maggiore chiarezza espositiva su un punto così delicato avrebbe giovato gli operatori del mercato *crypto*.

¹⁸ Per una prima disamina relativa al tema del "*code is law*", si veda: S. Hassan and P. De Filippi, "*The Expansion of Algorithmic Governance: From Code is Law to Law is Code*", <<https://journals.openedition.org/factsreports/4518>> (30/12/2019).

normativa esistente ad un mutato contesto tecnologico, in cui il nuovo paradigma della decentralizzazione richiede l'elaborazione anche di nuove definizioni e concetti giuridici.

Se un primo passo è stato fatto da uno dei maggiori attori politici in ambito europeo, in un'ottica comparatistica (e nazionale), sia consentito esortare anche il legislatore italiano a procedere celermente ad una normativa italiana che dia certezze agli operatori del mercato nostrano, non interrompendo il meritorio processo iniziato il 19 marzo 2019 dalla CONSOB con la sua consultazione "Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività"¹⁹, e recentemente proseguito con il Rapporto finale alla consultazione del 2 gennaio 2020²⁰.

¹⁹ Qui il link al testo della Consultazione CONSOB <http://www.consob.it/documents/46180/46181/doc_disc_20190319.pdf/64251cef-d363-4442-9685-e9ff665323cf>. Per primi approfondimenti sul documento di Consultazione, si rinvia a A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività: il nuovo approccio regolatorio della Consob*, in *Diritto Bancario online*, 4 aprile 2019; M. NICOTRA, *Il regime giuridico delle ICOs. Analisi comparata e prospettive regolatorie italiane*, in *Diritto Bancario online*, Aprile 2019; P. CARRIÈRE, *Possibili approcci regolatori al fenomeno dei crypto-asset; note a margine del documento di consultazione della Consob*, in *Diritto Bancario online*, 17 maggio 2019 e Id., *The Italian Regulatory Approach to Crypto-Assets and the Utility Tokens' ICOs*, luglio 2019, Baffi Carefin Centre Research Paper No. 2019-113, in SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3414937>; G. GITTI, M. R. MAUGERI, C. FERRARI, *Offerte iniziali es cambi di cripto-attività*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 1/19, 95.

²⁰ Qui il link al testo del Rapporto finale alla Consultazione CONSOB, <http://www.consob.it/documents/46180/46181/ICOs_rapp_fin_20200102.pdf/70466207-edb2-4b0f-ac35-dd8449a4baf1>.