

**DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA
CATTEDRA DI DIRITTO DEI MERCATI FINANZIARI**

**IL FENOMENO DEI *CRYPTO-ASSETS*: CONTESTO
EVOLUTIVO E IMPLICAZIONI REGOLAMENTARI**

Chiar.mo Prof. Salvatore Providenti

Chiar.mo Prof. Marino Perassi

RELATORE

CORRELATORE

Enrico Barmann

CANDIDATO
(Matr. 144733)

Anno Accademico 2020/2021

INDICE

ELENCO DELLE ABBREVIAZIONI FREQUENTI	4
INTRODUZIONE	5
CAPITOLO I – IL FENOMENO DEI CRYPTO-ASSETS	9
1. <i>Premessa: L’evoluzione del FinTech</i>	10
2. <i>Distributed Ledger Technologies e Blockchain</i>	13
2.1. <i>Le tipologie di DLT: permissionless ledger e permissioned ledger</i>	16
2.2. <i>Il funzionamento della DLT: crittografia e consenso condiviso</i>	18
2.3. <i>I principali orientamenti in ambito europeo</i>	19
2.4. <i>L’approccio regolamentare italiano: inquadramento giuridico della fattispecie</i>	27
3. <i>Crypto-assets e token</i>	30
3.1. <i>Origini e sviluppi: dal Bitcoin alla Libra</i>	33
3.2. <i>Offerta iniziale di crypto-assets: le Initial Coin Offerings</i>	35
3.3. <i>Tassonomia e classificazione giuridica</i>	41
3.4. <i>Rischi ed opportunità per il sistema finanziario</i>	44
CAPITOLO II – PROFILI GIURIDICI E INTERVENTI REGOLATORI	49
1. <i>Gli approcci regolamentari: una panoramica generale</i>	50
2. <i>Il punto di vista dell’ordinamento italiano: categorie giuridiche esistenti e interventi regolatori</i>	53
2.1. <i>Un preventivo esercizio definitorio: correlazione tra crypto-assets, strumenti finanziari e prodotti finanziari</i>	54

2.2. <i>La proposta di un regime ad hoc</i>	60
3. <i>Il dibattito nel contesto UE: applicabilità della disciplina del mercato dei capitali e potential gaps</i>	67
3.1 <i>Un possibile inquadramento delle ICOs e dei crypto-assets nella disciplina europea dei mercati finanziari</i>	70
3.2. <i>Considerazioni finali e possibili soluzioni di policy</i>	77
4. <i>Una disamina delle principali iniziative al livello internazionale</i>	81
4.1. <i>L'esperienza degli Stati Uniti: "Howey Test" e le vicende "DAO" e "Munchee"</i>	82
4.2. <i>La casistica dell'Unione europea: dal "Virtual Financial Asset Act" della Repubblica di Malta al "Loi PACTE" francese</i>	87
5. <i>Considerazioni conclusive: tecniche di regolamentazione e rischio di frammentazione</i>	96
CAPITOLO III – LA DIGITAL FINANCE STRATEGY EUROPEA	100
1. <i>L'Unione europea quale soggetto promotore della finanza digitale</i>	101
2. <i>Un regime armonizzato per il mercato dei crypto-assets (MiCAR)</i>	104
2.1. <i>L'emissione di utility token: l'impianto (prevalentemente) informativo</i>	109
2.2. <i>Le disposizioni in materia di crypto-asset services provider</i>	115
2.3. <i>Un (necessario) confronto con l'approccio regolatorio della Consob</i>	122
3. <i>Un regime pilota per i security token (Pilot regime)</i>	125
3.1. <i>L'impianto autorizzativo e regolamentare per il mercato secondario</i>	129
3.2. <i>L'emissione sul mercato primario: l'assenza di una lex cryptographia italiana</i>	137
4. <i>Considerazioni conclusive: l'approccio del regolatore europeo alla luce del principio di neutralità tecnologica</i>	139

CONCLUSIONI	146
BIBLIOGRAFIA	153

ELENCO DELLE ABBREVIAZIONI FREQUENTI

<i>CASP</i>	<i>Crypto-asset services provider</i>
<i>CSD</i>	<i>Central securities depository</i>
<i>DLT</i>	<i>Distributed Ledger Technology</i>
<i>EBA</i>	<i>European Banking Authority</i>
<i>ESMA</i>	<i>European Securities and Markets Authority</i>
<i>FSB</i>	<i>Financial Stability Board</i>
<i>ICO</i>	<i>Initial Coin Offering</i>
<i>MI</i>	<i>Market Infrastructure</i>
<i>MICAR</i>	<i>Markets in Crypto-assets Regulation</i>
<i>MTF</i>	<i>Multilateral Trading Facilities</i>
<i>RM</i>	<i>Regulated Market</i>

INTRODUZIONE

Nel corso degli anni più recenti si sta progressivamente assistendo, in ragione dell'innovazione tecnologica, a una vera e propria rivoluzione digitale, che sta comportando una radicale trasformazione delle relazioni sociali ed economiche. Difatti, il processo di digitalizzazione in corso è stato soggetto ad una crescita esponenziale, portando all'apertura di nuovi scenari e incidendo in maniera rilevante sui processi produttivi e distributivi di beni e servizi. Uno dei settori maggiormente interessati da tali radicali cambiamenti è rappresentato dall'industria bancaria e finanziaria; in particolare, sebbene il ricorso a nuove tecnologie abbia da sempre interessato tale settore, considerato tra i più aperti all'innovazione, negli ultimi anni si sta assistendo ad una crescita senza precedenti, dal punto di vista tecnologico, tale da trasformare radicalmente il sistema finanziario nel suo complesso. Per riferirsi a tale fenomeno è stato coniato un apposito termine, ormai largamente utilizzato nel panorama internazionale, noto come *FinTech* ("*Financial Technology*"), concernente appunto l'impiego di nuove tecnologie nel campo dell'intermediazione bancaria e finanziaria.

Una delle principali applicazioni di tali nuove tecnologie al settore finanziario è rappresentata dal fenomeno dei *crypto-assets*, riferibile alla rappresentazione digitale di valori attraverso l'impiego di meccanismi crittografici; tali strumenti si caratterizzano, in particolare, per il ricorso alla *DLT* (*Distributed Ledger Technology*), tecnologia distribuita e decentralizzata per la registrazione ed archiviazione di dati. Il primo esempio di *crypto-asset* sul mercato è relativo alla pubblicazione, nel 2008, del *white paper* ad opera di Satoshi Nakamoto, nel quale vengono enunciati i principi teorici e di funzionamento del protocollo *Bitcoin*; negli anni successivi si è poi assistito al proliferare di tali nuovi strumenti, arrivando ad assumere una pluralità di caratteristiche e funzionalità diverse. Al riguardo, strettamente connesso al fenomeno dei *crypto-assets* risulta essere la loro offerta sul mercato, riferibile attraverso il termine *ICOs* (*Initial Coin Offerings*). Le *ICOs* possono essere qualificate alla stregua di una raccolta presso il pubblico di risorse economiche destinate al finanziamento di un progetto imprenditoriale, offrendo in contropartita *asset* crittografici di nuova emissione, definiti come *token*; tali nuove

modalità di raccolta di capitali si caratterizzano per la partecipazione di start-up, l'assenza di intermediari, e l'utilizzo di nuove tecnologie, quali *DLT* e *Blockchain*. Si tratta di fenomeni relativamente recenti, che stanno tuttavia interessando il mercato in misura crescente: si stima che ad oggi siano in circolazione oltre 2000 diverse tipologie di *crypto-assets*, rappresentanti una capitalizzazione di mercato pari a 110 bilioni di euro alla fine di dicembre 2018.

I fenomeni in questione, pur portando con sé rilevanti opportunità per i mercati finanziari, comportano nondimeno l'insorgere di una serie di nuovi rischi per la tutela degli investitori, l'integrità del mercato e la stabilità finanziaria. In ragione di ciò, è possibile comprendere il difficile compito che sono chiamati oggi ad assolvere autorità di vigilanza e *regulators*, in particolare per ciò che concerne l'obiettivo di assicurare un adeguato bilanciamento tra il supporto all'innovazione e la tutela della platea degli investitori. Le principali difficoltà nell'introduzione di una disciplina per i *crypto-assets* derivano dall'estrema varietà con cui tale fenomeno si è diffuso nella prassi; difatti, trattandosi di attività in larga parte non ancora regolamentate, gli operatori hanno adottato modalità operative eterogenee, che mutano rapidamente nel corso del tempo. Da ciò la complessità di individuare il fenomeno, definirlo nella sua interezza, e disciplinarlo.

Date tali premesse, il presente lavoro si propone come obiettivo l'approfondimento del fenomeno dei *crypto-assets*, focalizzandosi sugli aspetti giuridici e regolamentari nonché sulle sfide per le autorità di vigilanza e i regolatori. In particolare, tenuto conto della pluralità di funzioni che tali nuovi strumenti possono essere chiamati ad assolvere, l'analisi in questione intende concentrarsi su quei *crypto-assets* per i quali sia possibile rintracciare una componente di finanziamento, o di investimento, individuabili nelle due diverse categorie dei *security token* e, al ricorrere di determinate condizioni, degli *utility token*; per essi si procederà alla illustrazione delle diverse soluzioni regolamentari vagliate al riguardo; non sono invece oggetto di approfondimento quei *crypto-assets* che si caratterizzano per una funzione di pagamento, o di tipo monetario, definibili come *payment token*. Dalla trattazione complessiva, infine, sarà possibile ricostruire il complesso percorso regolamentare e normativo che è stato tracciato negli anni

recenti passando da un contesto frammentato e disomogeneo ad un regime comunitario armonizzato, tutt'ora oggetto di negoziato tra gli Stati membri.

Il primo capitolo si focalizza innanzitutto sulla tecnologia sottostante i *crypto-assets*, vale a dire la *Distributed Ledger Technology*, sottolineandone le peculiarità e gli aspetti di funzionamento, e illustrando i principali orientamenti elaborati in merito ad essa a livello europeo nonché gli interventi adottati in materia dal legislatore italiano. Si procede poi a un'illustrazione preliminare di tali nuovi *asset* crittografici, evidenziandone in particolare le caratteristiche e le possibili classificazioni giuridiche, e sottolineando al tempo stesso i rischi e le opportunità che le autorità di vigilanza ed i regolatori si trovano ad affrontare.

Il secondo capitolo si concentra sugli approcci regolamentari adottati con riguardo al fenomeno dei *crypto-assets*. Più in particolare, sono oggetto di trattazione, da un lato, l'intervento regolatorio proposto nel nostro ordinamento dalla Consob, e dall'altro, a livello comunitario, le riflessioni svolte dall'ESMA anche in relazione all'esistente disciplina del mercato dei capitali. Al fine di consentire un raffronto tra le diverse soluzioni adottate con riguardo al fenomeno in questione, viene poi effettuata una disamina delle principali iniziative a livello internazionale, rilevanti per la consistenza del mercato di riferimento (Stati Uniti), oppure per la vicinanza con il nostro ordinamento (Malta e Francia).

Il terzo capitolo procede, infine, alla trattazione delle recenti proposte di disciplina europea con riguardo al mercato dei *crypto-assets*, confluite nella più ampia Strategia europea in materia di finanza digitale, presentata dalla Commissione europea nel settembre 2020. In particolare, l'analisi d'impatto ha ad oggetto due diverse opzioni regolamentari avanzate dal regolatore europeo: da un lato, un regime armonizzato (MiCAR) per quei *crypto-assets* non includibili nella legislazione finanziaria esistente, ossia gli *utility token*; dall'altro, un regime pilota (Pilot regime) volto a disapplicare talune disposizioni della disciplina dei mercati finanziari con riguardo ai *security token*.

L'elaborato in questione ha quindi come obiettivo ultimo quello di illustrare gli aspetti più rilevanti del complesso fenomeno dei *crypto-assets* e gli approcci regolamentari adottati al riguardo, secondo un percorso che metta in evidenza similarità e differenze, premesse e obiettivi, nella prospettiva di un graduale

passaggio da iniziative individuali e particolaristiche a un regime armonizzato a livello europeo.

**La stesura del presente elaborato ha beneficiato della partecipazione alla summer school “Financial Law and New Technologies”, che ha approfondito, fra gli altri, il tema delle cripto-attività e della relativa offerta sul mercato. La summer school è stata organizzata dall’Università di Utrecht nel luglio 2020, ed i corsi sono stati tenuti dal Professor Matteo Gargantini, con la partecipazione di numerosi esperti in materia.*

CAPITOLO PRIMO – IL FENOMENO DEI CRYPTO-ASSETS

SOMMARIO: *1. Premessa: L'evoluzione del FinTech. – 2. Distributed Ledger Technologies e Blockchain – 2.1 Le tipologie di DLT: permissionless ledger e permissioned ledger – 2.2 Il funzionamento della DLT: crittografia e consenso condiviso – 2.3 I principali orientamenti in ambito europeo – 2.4 L'approccio regolamentare italiano: inquadramento giuridico della fattispecie – 3. Crypto-assets e token – 3.1 Origini e sviluppi: dal Bitcoin alla Libra – 3.2 Offerta iniziale di crypto-assets: le Initial Coin Offerings – 3.3 Tassonomia e classificazione giuridica – 3.4 Rischi ed opportunità per il sistema finanziario*

1. Premessa: L'evoluzione del *FinTech*

“A technology-enabled innovation in financial services that could result in new business models, applications, processes or products with an associated material effect on the provision of financial services”¹.

Tale definizione, coniata dal Financial Stability Board nel 2017, descrive il fenomeno dirompente noto con il termine *FinTech* (*“Financial Technology”*), riferibile all'utilizzo di tecnologie digitali nel campo dell'intermediazione bancaria e finanziaria; ad essa si affiancano altre definizioni², sempre di tipo convenzionale e non codificate, avanzate da istituzioni e organismi internazionali e parzialmente coincidenti con quella formulata dal Financial Stability Board.

È opportuno sottolineare come il ricorso a nuove tecnologie abbia da sempre interessato l'industria finanziaria, considerata tra le più aperte all'innovazione; a comprova di ciò, basti pensare alle infrastrutture informatiche che hanno permesso il regolamento in tempo reale di enormi flussi di pagamento, o alle piattaforme di negoziazione che hanno sostituito da tempo gli operatori umani nella maggior parte dei mercati organizzati³. Tuttavia, nell'ultimo decennio l'innovazione tecnologica nel settore finanziario è stata caratterizzata da una crescita senza precedenti, tale da comportare una profonda trasformazione non soltanto nella prestazione di servizi finanziari, ma soprattutto nell'accesso e nella fruizione dei medesimi da parte degli utenti, i consumatori e le imprese, nonché per il sistema economico-finanziario nel suo complesso.

¹ Financial Stability Board, *Financial Stability Implications from Fintech. Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities' Attention*, 2017, pg. 7

² Commissione Europea: *“FinTech” describes technology-enabled innovation in financial services, regardless of the nature or size of the provider of the services*, Fintech: A more competitive and innovative European financial sector, 2017, pg. 4; ESMA: *“a type of financial innovation that relies on Information Technology to function, e.g. internet, cloud etc. and that can result in new business models, applications, processes, products, or services with an associated effect on financial markets and institutions and the provisions of financial services”*, Financial Technology: The Regulatory Tipping Points, FMA's FinTech conference, 2016, pg. 2; Parlamento Europeo: *“FinTech should be understood as finance enabled by or provided via new technologies, affecting the whole financial sector in all its components, from banking to insurance, pension funds, investment advice, payment services and market infrastructures”*, Resolution on FinTech: the influence of. technology on the future of financial sector, 2017, letter A

³ Rossi S., *Fintech e regole*, Inaugurazione del Corso di Alta formazione per gli Amministratori e gli Organi di controllo delle imprese bancarie, Roma, 2018, pg. 3

In tale dimensione il termine *FinTech* sta assumendo un'accezione sempre più ampia, quale sinonimo di servizi finanziari emergenti, potendo ricomprendere al suo interno diverse tipologie di attività, spesso eterogenee tra loro, riferibili: al reperimento di risorse finanziarie (*crowd-funding* e *peer-to-peer lending*), alla prestazione di servizi di investimento (*robo-advice*) e di pagamento (*cryptocurrencies*, *instant-payments*), nonché ad altri servizi funzionali o strumentali all'intermediazione finanziaria (*data management*, tecnologia del registro distribuito, *blockchain*, *compliance e data protection*, *cloud computing*, intelligenza artificiale, etc.)⁴. La continua evoluzione di tale fenomeno rende inoltre probabile un ulteriore ampliamento, in un prossimo futuro, dell'elenco delle attività ad esso riferibili. Il crescente utilizzo delle tecnologie sta contemporaneamente interessando anche altri settori contigui a quello bancario e finanziario, in particolar modo quello assicurativo (*InsurTech*), della regolamentazione (*RegTech*), e della supervisione (*SupTech*).

Nel contempo si assiste ad un progressivo cambiamento nella tradizionale tassonomia soggettiva in ambito finanziario, dovuto all'irruzione sul mercato di nuovi *players*, attivi nella prestazione di servizi finanziari più efficienti nonché maggiormente rispondenti alle esigenze dei consumatori, congiuntamente ad una risposta strategica da parte degli operatori esistenti (*incumbents*), attraverso una rimodulazione *ex novo* dei tradizionali modelli di business. Volendo effettuare una mappatura dei principali soggetti attivi sotto il profilo dell'innovazione tecnologica, il primo tentativo in tal senso lo si deve all'European Banking Authority⁵, la quale

⁴ Per un approfondimento sulle tipologie di attività e servizi *FinTech*, si veda: Banca D'Italia, *Indagine conoscitiva sulle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*, 2017; Banca D'Italia, *Indagine FinTech nel sistema finanziario italiano*, 2019; Consob, *Lo sviluppo del FinTech, opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, 2018.

⁵ EBA, *Report on the impact of FinTech on incumbent credit institutions 'business models*, 2018, pg. 14. Di seguito la classificazione riportata per esteso dell'EBA: 1) Incumbent institutions: these are the incumbent credit institutions that provide the full range of banking services (e.g. retail and business lending, payment services, wealth management) via the network of established physical branch and online distribution channels. Incumbent institutions vary significantly in terms of their current level of digitalisation and application of FinTech solutions, as well as their governance capacity and financial capability to adopt innovative financial solutions.; 2) New digital-based institutions: we define these as new entrant institutions, such as digital-only institutions/challenger banks with innovative business models, providing digital-based banking services that hold a credit institution or payment institution or e-money institution licence. These predominantly focus on the mobile application experience and have no physical branches; 3) Other FinTech firms: these are usually start-up firms, without a banking/payment/e-money licence, that offer technology-enabled financial innovation solutions that could result in new business models, applications or products; 4)

ha individuato le seguenti categorie: intermediari bancari e finanziari attivi nello sviluppo di servizi e soluzioni innovative (*incumbent institutions*); nuovi soggetti emergenti, dotati di licenza bancaria e caratterizzati dalla prestazione di servizi finanziari digitali (*new digital-based institutions*); start-up innovative che offrono soluzioni tecnologiche in ambito finanziario (*other FinTech firms*); altre imprese che forniscono supporto tecnologico nell'offerta di servizi finanziari (*technology providers and ICT companies*). Nell'ambito di quest'ultima categoria rientrano anche le c.d. *BigTech firms*, ossia le grandi aziende quali Google, Amazon, Facebook e Apple, promotrici del processo di digitalizzazione finanziaria.

La rivoluzione digitale in questione porta con sé importanti benefici per il settore finanziario, rappresentati in particolare da servizi meno costosi, più inclusivi ed efficienti, congiuntamente a un maggior grado di concorrenza e a un costante sviluppo del mercato unico. L'innovazione solleva tuttavia diverse preoccupazioni, legate soprattutto ai potenziali rischi per la sicurezza informatica nonché per la gestione dei dati personali; problemi maggiori derivano poi dall'ingresso sul mercato di start-up e nuovi operatori, spesso non sottoposti ad alcuna forma di controllo o regolamentazione, con il conseguente rischio di disintermediazione o re-intermediazione di attività regolate⁶. Tali peculiarità giustificano la crescente attenzione posta dalle autorità di vigilanza e dagli organismi internazionali al *FinTech*, nel tentativo di effettuare un bilanciamento tra l'esigenza di supportare l'innovazione e la necessità di contrastare l'insorgere di rischi per il sistema economico-finanziario.

Tali premesse risultano doverose per poter delineare il contesto in cui si colloca una delle principali applicazioni della digitalizzazione al settore finanziario, rappresentata dai c.d. *crypto-assets* (anche noti con il termine *digital assets*),

Technology providers and ICT companies (including BigTech 6 firms): typically, these companies provide technological support to institutions in terms of software applications and/or hardware. They primarily focus on the development and manufacturing of technology. BigTech firms are usually large and globally active with a relative advantage in terms of digital technology. They often have very large customer base and are engaged in providing various online-based services, for example retail customer-oriented e-commerce platforms, search engines and social networks, or business customer-oriented data storage or computing processing services.

⁶ Paracampo M. T., *Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Primo volume, Torino, Giappichelli Editore, 2019, pg. 9

nonché della tecnologia sottostante (*Distributed Ledger Technology*), che formeranno oggetto di trattazione nei successivi paragrafi.

2. *Distributed Ledger Technologies e Blockchain*

Nell'affrontare il fenomeno dei *crypto-assets* è opportuno procedere preliminarmente all'analisi della tecnologia che si pone alla base del loro funzionamento, nota con il termine di *Distributed Ledger Technology* o con l'acronimo *DLT*, nonché della manifestazione più nota di tale tecnologia, la *blockchain*.

La *DLT* e la *blockchain* rappresentano due delle più importanti direttrici della rivoluzione digitale in atto, caratterizzate da un crescente impiego non soltanto in relazione ai *crypto-assets* ma anche per l'implementazione di diverse soluzioni innovative in ambito bancario e finanziario. A comprova di ciò rileva quanto indicato dal Parlamento europeo in una risoluzione sulle valute virtuali, da cui emerge come la *DLT* e la *blockchain* consentano nel loro complesso di “*accelerate, decentralise, automate and standardise data-driven processes at lower cost*” tanto da essere in grado di “*alter fundamentally the way in which assets are transferred and records are kept, with implications for both the private and the public sector, the latter being concerned in three dimensions: as a service provider, as a supervisor and as a legislator*”⁷. A conclusioni simili sono giunti anche i diversi Stati membri firmatari della dichiarazione sulla *European Blockchain Partnership*, in cui viene sottolineato come “*Blockchain-based services have the potential to enable more decentralised, trusted, user-centric digital services, and stimulate new business models benefiting our society and the economy. Such services will create opportunities to enhance services in both public and private sectors, notably making better use of public sector information while preserving data integrity, and providing better control of data by citizens and organisations interacting with public administrations, reducing fraud, improving recordkeeping, access, transparency and auditability, within and across borders*”⁸.

⁷ European Parliament, *Resolution on virtual currencies*, 2016

⁸ Joint Declaration of European countries, *Cooperation on an European Blockchain Partnership*, 2018, pg. 4. La dichiarazione è stata sottoscritta a Bruxelles tra 22 paesi appartenenti all'Unione

Le *Distributed Ledger Technologies*, intese letteralmente come tecnologie basate sui registri distribuiti, sono sistemi distribuiti e decentralizzati di registrazione ed archiviazione di dati; più in particolare, tale espressione fa riferimento ad un insieme di protocolli che consentono ad una rete costituita da nodi di attori di gestire un registro di dati (definito *ledger*), tramite il ricorso alla crittografia per la protezione e autenticazione delle transazioni, e senza l'intermediazione di un soggetto al livello centrale responsabile per la supervisione ed il controllo. La validazione delle transazioni all'interno del sistema si basa sulla partecipazione dei vari attori alla rete attraverso i nodi, i quali contengono una copia identica del registro al loro interno aggiornandolo periodicamente attraverso procedure e meccanismi di "consenso condiviso"⁹.

L'insieme delle caratteristiche sopra riportate rende possibile riassumere la *DLT* attraverso una serie di concetti essenziali¹⁰, che tuttavia possono variare a seconda della tipologia che viene in rilievo, come verrà meglio analizzato successivamente. Innanzitutto, le *DLT* sono sistemi decentralizzati, in quanto non presuppongono l'esistenza di un'entità (o nodo) centrale che verifichi la validità delle diverse operazioni; difatti, in tali sistemi l'azione validante viene autonomamente svolta dai vari nodi della rete, all'interno dei quali sono poi contenuti i dati relativi al complesso delle transazioni eseguite sulla piattaforma. Sostanzialmente, nelle *DLT*, così come nella *blockchain*, viene meno il concetto stesso di *Middleman*¹¹. Tale aspetto consente poi di definire una seconda caratteristica delle *Distributed Ledger Technologies*, ossia la trasparenza: data la natura condivisa insita in tali sistemi, ogni operazione o transazione che si verifica è immediatamente visibile e tracciabile dai vari partecipanti alla rete, per il tramite dei loro nodi.

Dal meccanismo alla base delle *DLT* è possibile dedurre un ulteriore elemento che contraddistingue tali tecnologie, rappresentato dalla tendenziale

Europea; il 27 settembre 2018 anche l'Italia vi ha aderito, ottenendone la presidenza, insieme con Svezia e Repubblica Ceca, a partire da luglio 2019.

⁹ Comellini S. e Vasapollo M., *Blockchain, Criptovalute, ICO e Smart Contract*, Maggiori Editore, 2019, pg. 42

¹⁰ Davola A., *Distributed Ledger Technology, Blockchain e mercati finanziari*, in Cassano G. e Di Ciommo F. e Rubino De Ritis M., *Banche, Intermediari e Fintech: i nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*. Milano, Giuffrè editore, 2021, pg. 66

¹¹ Per un approfondimento su tale concetto si veda: Gupta V., *The Promise of Blockchain Is a World Without Middlemen*, Harvard Business Review, 2017

immodificabilità dei dati in esse presenti; in particolare, in seguito a ciascuna operazione eseguita all'interno del sistema in conformità a determinati meccanismi, qualsiasi eventuale modifica successiva richiederà il compimento di una nuova operazione, congiuntamente al processo di validazione da parte dei nodi della rete. Da ultimo, risulta doveroso sottolineare l'elevato livello di sicurezza che caratterizza le *DLT*, in quanto un eventuale attacco ad un nodo non altera l'integrità complessiva dei dati contenuti negli altri nodi partecipanti alla rete; tale peculiarità è inevitabilmente connessa all'assenza nelle *DLT* di un nodo centrale adibito alla gestione dei dati, come già osservato in precedenza.

In base a quanto sopra illustrato è possibile ora introdurre il concetto di *blockchain*, generalmente inteso come *species* del più ampio *genus Distributed Ledger Technology*; non è tuttavia infrequente nella letteratura accademica l'utilizzo di tale espressione come sinonimo del concetto di *DLT*¹² o in congiunzione con esso. La *Blockchain*¹³ è stata ideata per la prima volta nel 2008 dal programmatore noto con lo pseudonimo Satoshi Nakamoto, la cui identità resta tutt'oggi ignota, per l'emissione e distribuzione della valuta virtuale nota con il termine *bitcoin*. Il concetto alla base del funzionamento della *Blockchain* viene messo in evidenza all'interno del *white paper* intitolato "*Bitcoin: a Peer-to-Peer Electronic Cash System*", nei seguenti termini: "*an electronic payment system based on cryptographic proof instead of trust, allowing any two willing parties to transact directly with each other without the need for a trusted third party*"¹⁴; in altre parole, mediante tale tecnologia viene sviluppato un meccanismo per il funzionamento e lo scambio di una valuta virtuale tra i diversi partecipanti, senza la necessità dell'azionale validante da parte di un'autorità centrale.

¹² La Sala V., *L'applicazione della Distributed Ledger Technology all'emissione di strumenti finanziari di debito*, *Le Società* 6/2019, pg. 714

¹³ Con il termine "*Blockchain*" (quando l'iniziale è maiuscola) ci si riferisce alla tecnologia che supporta i Bitcoin, mentre con il termine "*blockchain*" (con l'iniziale in minuscolo) si intende l'architettura tecnologica posta alla base di altri sistemi dove il criptoasset non è necessariamente il Bitcoin. Convenzionalmente il termine "*Bitcoin*" è utilizzato con l'iniziale maiuscola quando ci si vuole riferire alla tecnologia e al protocollo di rete (ossia alla Blockchain), mentre l'iniziale minuscola ("*bitcoin*") è impiegata se ci vuole riferire alla criptovaluta in sé (Banca D'Italia, *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD 2, criptovalute e rivoluzione digitale*, Quaderno di ricerca giuridica, 2019)

¹⁴ S. Nakamoto, *Bitcoin: a peer-to-peer electronic cash system*, 2008, pg. 1

La peculiarità della *blockchain*, che la differenzia rispetto ai normali protocolli *DLT*, risiede nell'organizzazione e aggregazione dei dati delle transazioni in c.d. “blocchi”, ciascuno rappresentato da uno specifico codice c.d. *hash*. Ogni blocco è concatenato a quello che lo precede secondo un ordine a “catena”, tale da permettere solo l'aggiunta di nuovi blocchi a quelli cronologicamente esistenti, secondo particolari sistemi crittografici idonei a garantire la sicurezza e l'integrità dei dati; da tale struttura deriva la conseguenza per cui in una *blockchain* ciascun nodo del sistema contiene una copia completa del registro relativo a tutte le operazioni effettuate tra i partecipanti della rete. Quindi, se nelle *DLT* i dati relativi alle transazioni sono condivise soltanto tra alcuni dei partecipanti, nel caso della *blockchain* l'evoluzione dei dati contenuti nel registro è condiviso tra tutti i partecipanti della rete¹⁵. Nella *blockchain* inoltre, l'attività di validazione delle operazioni da parte dei nodi è definita *mining*, mentre il protocollo di consenso adottato è il c.d. *Proof of Work (PoW)*¹⁶.

In definitiva la *DLT* e la *blockchain* hanno introdotto un forte segnale di discontinuità tecnologica nel panorama attuale, portando alla progressiva creazione di sistemi digitali destinati a mutare radicalmente il mondo in cui viviamo. I successivi paragrafi avranno ad oggetto una trattazione degli elementi più rilevanti sopra citati, arrivando a tracciare i principali risvolti sul piano giuridico relativi a tali tecnologie.

2.1 Le tipologie di *DLT*: *permissionless ledger* e *permissioned ledger*

Le *Distributed Ledger Technologies* vengono generalmente classificate a seconda delle modalità di accesso, modificazione e validazione del registro stesso; in particolare, è possibile distinguere le *DLT* in due tipologie diverse: *permissionless ledger* e *permissioned ledger*.

Entrambe le categorie si riferiscono a tecnologie basate su registri distribuiti, che funzionano secondo una logica decentralizzata, e che non necessitano

¹⁵ Cascinelli F. e Bernasconi C. e Monaco M., *Distributed Ledger Technology e Smart Contract: finalmente è Legge. Prime riflessioni su una rivoluzione tecnologico-giuridica*, 2019, pg. 2

¹⁶ Per una trattazione approfondita del meccanismo del consenso condiviso all'interno della *blockchain* si veda: Castor A., *A (short) Guide to Blockchain Consensus Protocols*, in Coindesk, 2017

dell'intervento di un server centrale per la validazione delle transazioni. La prima categoria, *permissionless*, racchiude tutti quei sistemi aperti, dove l'accesso non è in alcun modo condizionato e non è prevista la presenza di un terzo soggetto c.d. *trusted*; gli attori partecipanti alla rete sono pseudonimizzati, in quanto pur essendo possibile individuare l'indirizzo dal quale è stata originata la transazione, non è altrettanto possibile risalire alla persona fisica associata allo specifico indirizzo¹⁷. Diversamente, nel caso c.d. *permissioned*, è possibile riscontrare la presenza di un terzo soggetto *trusted*, deputato a valutare le richieste di accesso al sistema, ovvero di meccanismi di consenso non perfettamente paritari, in cui entità preselezionate sono responsabili per la validazione del complesso delle transazioni; in tale ipotesi, gli attori sono necessariamente noti, in quanto individuati *ex ante* dagli stessi soggetti *trusted*.

Relativamente a tale distinzione, risulta necessario osservare come, sebbene le *permissionless ledger* rappresentino la tipologia originaria di *DLT*, sono le *permissioned ledger* quelle a richiamare maggiore interesse da parte delle industrie e delle imprese, per ciò che concerne la possibilità di essere controllate e quindi di avere una "proprietà"¹⁸. Difatti, le *permissioned ledger* consentono a imprese e società di grandi dimensioni, deputate alla gestione di filiere con un elevato numero di attori, di poter coniugare un aggiornamento diffuso su più attori che agiscono in modo indipendente con un controllo circoscritto ai soli soggetti *trusted*.

Per quanto attiene alla *blockchain*, anche questa viene inclusa nella ripartizione sopra esposta: in particolare, si è soliti distinguere tra *blockchain* pubbliche (*permissionless*) e *blockchain* private (*permissioned*)¹⁹. Le *blockchain* pubbliche rappresentano indubbiamente la tipologia più diffusa e fra di esse gli esempi più noti sono la *Blockchain* di *Bitcoin* e la *blockchain Ethereum*²⁰; si

¹⁷ Banca D'Italia, *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD 2, criptovalute e rivoluzione digitale*, Quaderno di ricerca giuridica, 2019, pg. 172

¹⁸ Per un approfondimento in tal senso consultare il seguente link: <https://www.blockchain4innovation.it/esperti/blockchain-perche-e-così-importante/>

¹⁹ Per un approfondimento su tale distinzione consultare: Buterin V., *On Public and Private Blockchains*, 2015

²⁰ Il termine *Ethereum* si riferisce ad una piattaforma digitale che adotta la tecnologia *blockchain* del *bitcoin*, espandendone l'uso a una varietà di altre applicazioni; deve essere distinta dall'*Ether*, vale a dire la criptovaluta collegata alla rete *Ethereum*, anche se non di rado questi due termini vengono utilizzati come sinonimi.

riscontra tuttavia una crescente attenzione verso le *blockchain* private nonché verso modelli ibridi (*consortium blockchain*) che si stanno sempre più affermando nella prassi.

2.2 Il funzionamento della *DLT*: crittografia e consenso condiviso

Volendo trattare i principali risvolti sul piano giuridico e regolamentare della *DLT* e della *blockchain*, non si può prescindere dall'analisi delle peculiarità che contraddistinguono queste tecnologie; in particolare, l'utilizzo della crittografia e i meccanismi di consenso condiviso.

In merito al primo profilo, l'utilizzo della crittografia nelle *Distributed Ledger Technologies* risulta giustificato dalla necessità di garantire l'integrità e la sicurezza nella gestione dei dati all'interno del sistema²¹. In particolare, *DLT* e *blockchain* ricorrono alla c.d. crittografia asimmetrica, basata sull'utilizzo da parte degli interlocutori di due diverse chiavi, pubblica (*public key*) e privata (*private key*); la chiave pubblica viene utilizzata dal mittente per cifrare un messaggio per poi essere inviato, mentre la chiave privata risulta necessaria per poter decifrare il messaggio ricevuto. La logica sottostante tale meccanismo consente un maggior grado di protezione dei dati, in quanto nessun soggetto esterno alla transazione è in grado di conoscere il contenuto del messaggio criptato senza il possesso della chiave privata²² del destinatario; ciò, diversamente dall'utilizzo della crittografia simmetrica, caratterizzata dallo scambio di chiavi tra i due interlocutori, dove il rischio che un terzo soggetto identifichi lo scambio e quindi anche il contenuto del messaggio è maggiore. In ragione del ruolo cruciale svolto dalla crittografia nelle transazioni che vengono effettuate all'interno delle *DLT*, la custodia della coppia di chiavi crittografiche viene assicurata attraverso il ricorso ai c.d. *digital wallets* (o portafogli digitali).

²¹ Comellini S. e Vasapollo M., *Blockchain, Criptovalute, ICO e Smart Contract*, Maggioli Editore, 2019, pg. 43

²² Da tali considerazioni discende la fondamentale attenzione che deve essere riposta nella custodia della *private key*, come giustamente sottolineato nei seguenti termini “*the security of assets depends on safeguarding the private key, a form of digital identity. If one private key is acquired or stolen, no third party can recover it*”, Efanov D. e Roschin P., *The all-pervasiveness of the Blockchain technology in Procedia computer science n. 123*, 2018, pg. 119

Per quanto attiene il secondo profilo, il principio del consenso condiviso, proprio della *DLT* e della *blockchain*, assume particolare rilievo nella validazione delle transazioni che si svolgono all'interno del sistema, trattandosi di sistemi fondati sulla reciproca fiducia dei partecipanti alla rete²³ senza la necessità di un'azione validante da parte di un'autorità centrale. Allo stato attuale è possibile riscontrare la presenza di una pluralità di meccanismi di consenso, ciascuno dei quali fondato su soluzioni tecniche diverse tra loro. Tra i protocolli di consenso distribuito più noti è necessario citare innanzitutto il c.d. *Proof of Work (PoW)*, utilizzato dalla *Blockchain* di *Bitcoin*, in cui per la validazione di un'operazione è necessaria la risoluzione di un complesso calcolo matematico, indi per cui il nodo che riesce per primo nella risoluzione è legittimato alla validazione della transazione. Altro meccanismo particolarmente diffuso è noto come *Proof of Stake (PoS)*, il quale fa dipendere la validazione dalla quantità di *asset* posseduti dal nodo nonché dal periodo di tempo per cui gli stessi sono detenuti. Risulta utile citare alcune delle altre tipologie che si sono diffuse sul mercato nel tempo, in particolare: *Proof of Activity*, descrivibile come una combinazione dei due sistemi indicati in precedenza (*PoW* e *PoS*); *Proof of Existence*, basato sull'esistenza, in capo al nodo, di specifiche autorizzazioni o documenti; *Proof of Importance*, fondata sull'analisi degli utilizzi degli *asset* detenuti dal nodo, al fine di stabilirne il livello di importanza; *Byzantine consensus*, dove i nodi diffondono solamente le operazioni validate dalla maggioranza "fidata" dei nodi.

Si noti infine come il numero di protocolli basati sul consenso condiviso è destinato ad aumentare nel prossimo futuro, in ragione della necessità di ricercare soluzioni tecniche che comportino un minor dispendio di risorse di energia rispetto a quelle attualmente esistenti (in particolare il *Proof of Work*)²⁴.

2.3 I principali orientamenti in ambito europeo

Alla luce di quanto illustrato con riguardo al funzionamento della *DLT* e della *blockchain*, è ora possibile procedere all'esposizione dei principali

²³ Cuccuru P., *Blockchain ed automazione contrattuale. Riflessioni sugli smart contracts*, Nuova giurisprudenza civile commentata, parte seconda n. 1/2017, pg. 118

²⁴ Sarzana di S. Ippolito F. e Nicotra M., *Diritto della Blockchain, Intelligenza artificiale e IoT*, Wolters Kluwer Italia, 2018, pg. 28

orientamenti assunti al livello europeo, indirizzati, da un lato, alla creazione di un complesso di regole in grado di favorire lo sviluppo di tali tecnologie e, dall'altro, a fronteggiare le criticità più rilevanti che l'adozione su larga scala può comportare²⁵.

L'ESMA è stata tra le prime autorità europee ad analizzare gli impatti della *Distributed Ledger Technology*, ed i suoi possibili utilizzi sui mercati finanziari, attraverso uno specifico *report* intitolato "*The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets*"²⁶, pubblicato a febbraio 2017, prendendo le mosse dalle osservazioni pervenute dagli *stakeholders* al termine di una consultazione avviata nel 2015 sulle forme di investimenti che impiegano sistemi *DLT* o valute virtuali²⁷. In tale documento l'Autorità europea avanza una serie di valutazioni sull'utilizzo dei sistemi *DLT* relativamente alle transazioni sui mercati finanziari, prendendo in esame le diverse fasi di una transazione (emissione di strumenti finanziari, circolazione, compensazione e regolamento) e considerando il loro possibile impiego sotto il profilo delle relazioni con la vigilanza (obblighi di segnalazione e reportistica, ad esempio).

In tale prospettiva l'ESMA sottolinea innanzitutto i potenziali benefici che possono derivare dall'implementazione della *DLT* in ambito bancario e finanziario, rappresentati in particolare da: una maggiore efficienza nella compensazione e nel regolamento delle operazioni in strumenti finanziari, legata principalmente all'accelerazione dei processi; la facilitazione dell'attività di custodia e di *record-keeping* della titolarità degli *assets* grazie a un *single 'golden record'* condiviso tra i vari partecipanti al mercato; un innalzamento del livello di trasparenza del mercato, anche in relazione alle attività di vigilanza, grazie alle maggiori possibilità di raccolta, consolidamento e condivisione dei dati; una maggiore sicurezza delle operazioni, in ragione della natura distribuita e condivisa dei sistemi *DLT*, che in caso di attacchi può facilitare il recupero dei dati e dei processi, e dell'utilizzo della crittografia; una generale riduzione dei rischi di controparte, per l'accorciamento

²⁵ Bellezza M., *Blockchain e Smart Contract in ambito finanziario e assicurativo*, Paracampo M. T., *Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Secondo volume, Torino, Giappichelli Editore, 2019, pg. 317

²⁶ ESMA, *Report. The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Market*, 2017,

²⁷ Gli esiti di tale consultazione sono rinvenibili all'indirizzo: <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/investment-using-virtual-currency-or-distributed-ledger-technology>

dei tempi di regolamento di una transazione, e una maggiore disponibilità di *collateral* come effetto di riconciliazioni facilitate e di una maggiore velocità nel trasferimento dei titoli. Secondo l'ESMA, i benefici indicati potrebbero portare, nel medio-lungo termine, a una riduzione dei costi dei processi di post-trade, una volta che gli investimenti e i costi di transizione siano stati ammortizzati.

Risulta doveroso precisare come l'ESMA sottolinei in premessa che l'analisi riflette "*our current understanding of the technology*" che può evolvere nel tempo via via che la tecnologia diviene più matura. Il carattere non ancora maturo di tale tecnologia, oltre che la presenza di un quadro regolamentare ancora incerto, è anche all'origine di un certo scetticismo manifestato da una parte della letteratura²⁸.

L' Autorità europea indica poi, accanto a tali benefici, i possibili rischi derivanti dall'impiego su larga scala della *DLT*, soprattutto per ciò che concerne: il rischio di attacchi cybernetici a cui sono sottoposti tali sistemi, anche in ragione della rapida evoluzione in ambito tecnologico; ciò, nonostante le caratteristiche sopra descritte (natura distribuita, crittografia), che li rendono interessanti in una prospettiva di cyber security; il possibile sviluppo di attività fraudolente e di riciclaggio, soprattutto in assenza di un adeguato assetto di controlli; i rischi operativi che potrebbero intaccare il corretto funzionamento di tali piattaforme; le possibili distorsioni del regime concorrenziale nonché lo sviluppo, all'interno di tali sistemi, di pratiche manipolative del mercato²⁹; infine, viene in rilievo il possibile incremento del rischio sistemico per l'accresciuta volatilità che può essere innescata da reazioni unidirezionali del mercato legate agli automatismi che caratterizzano gli *smart contracts*, per la stretta interdipendenza fra i partecipanti al mercato, per i possibili impatti sulla liquidità derivanti dall'accorciamento dei processi di settlement.

Il *report* in questione prosegue focalizzandosi sull'impatto che potrebbe derivare dall'utilizzo delle tecnologie *DLT* per ciò che attiene ai profili prettamente regolamentari, prendendo in considerazione il rapporto tra disciplina attualmente in

²⁸ Athanassiou P. L., *Digital Innovation in Financial Services: Legal Challenges and Regulatory Policy Issues*, Wolters Kluwer, 2018, pg. 115

²⁹ Per un'approfondita analisi sui rischi di manipolazione del mercato che possono derivare dall'uso non controllato delle tecnologie *DLT*, si veda: Aune R. e O'Hara M. e Slama O., *Footprints on the Blockchain: Information Leakage in Distributed Ledgers*, 2017

vigore (relativamente a intermediari, emittenti e mercati) e tecnologie emergenti; rileva in particolare come l'attuale disciplina non contempli l'ipotesi di una gestione diffusa all'interno della rete, basandosi piuttosto sull'esistenza di sistemi di gestione centralizzati³⁰, prendendo come elemento di confronto i sistemi di regolamento delle operazioni, la gestione accentrata di strumenti finanziari o, ancora, il funzionamento delle piattaforme di negoziazione. Deriverebbe da ciò una profonda trasformazione dei sistemi attualmente esistenti, da cui l'esigenza di valutare attentamente gli impatti sulla regolamentazione esistente³¹.

A tal proposito, i profili di maggior rilievo attengono innanzitutto al settore del *post-trading*, riferibile alle attività di compensazione e regolamento delle operazioni, particolarmente interessato dalla possibile applicazione della tecnologia *DLT*. Il *focus* è in particolare sulla normativa di settore attualmente esistente, rappresentata dai regolamenti europei EMIR e CSDR, nonché dalla *Settlement Finality Directive* (SFD). Dal *report* emerge chiaramente una condivisione, da parte dell'ESMA, del generale approccio adottato con riguardo alle nuove attività *FinTech*, ossia la necessità che ogni nuova forma di regolamentazione debba essere definita in ossequio al principio di *technology neutrality*³², non essendo raccomandata, salvo ipotesi particolari, l'adozione di regole specifiche; viene inoltre riconosciuto dall'ESMA come l'attuale assetto regolamentare non

³⁰ Annunziata F., *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, Orizzonti del diritto commerciale, 3/2018, pg. 22.

³¹ Tali impatti non sono privi di rischi, come giustamente dimostrato dall'analisi di Caytas J. D., *Blockchain in the US Regulatory Setting: Evidentiary Use in Vermont, Delaware, and Elsewhere*, 2017

³² Una chiara descrizione di tale principio è contenuta nell'analisi di Amstad M. *Regulating FinTech: Objectives, Principles and Practises*, ADBI Working Paper Series, 2019, nei seguenti termini: "Technology neutrality entails regulators looking through the technology and focusing mainly on the functionality that a financial service provides. For example, with the onboarding of new clients, which is a key element in financial services, a technology neutral regulation defines specific requirements regarding anti-money laundering, regardless of whether the on-boarding is done non-digitally at the classic bank counter or through a dedicated online solution. Several reasons bolster technology-neutrality as a key regulatory principle. First, technological change is very fast and getting faster. It might be neither possible nor efficient to constantly review and update regulations accordingly. As of mid-2019, there are over 2,500 different crypto-currencies available 13 and the term DLT is only a placeholder for a diverse set of functionalities and parameters.14 Another reason for regulators to abstain from picking one technology over the other is that taking sides invokes potential responsibility. The risk of unwillingly being perceived as an implicit guarantee may lower industry incentives to identify imperfections and flaws in the technology favored by a regulator. In the extreme, it could even cause the industry to innovate less as the official technology has an advantage".

rappresenti di per sé un ostacolo all'impiego della tecnologia *DLT* in ambito finanziario, osservando che *“the current EU regulatory framework does not represent an obstacle to the emergence of DLT in the short term. Nevertheless, some existing requirements may become less relevant through time. New requirements might on the contrary be needed to address emerging risks. Also, a number of concepts or principles, e.g., the legal certainty attached to DLT records or settlement finality, may require clarification as DLT develops”*³³. Risulta tuttavia doveroso sottolineare come l'utilizzo della *DLT* incontra pur sempre taluni limiti di carattere generale, primo fra tutti l'obbligo per determinate operazioni in strumenti finanziari di essere regolate tramite depositari centrali³⁴.

Valutazioni in parte diverse attengono alla disciplina esistente in tema di registrazione e custodia degli strumenti finanziari, in relazione alle quali l'ESMA osserva come non sia stato ancora raggiunto un sufficiente grado di armonizzazione al livello europeo; in particolare viene osservato come sotto il profilo degli emittenti le regole siano prettamente nazionali, mentre per gli investitori la disciplina europea è rappresentata essenzialmente dalla MIFID2 e dalle direttive sulla gestione collettiva; ciò nondimeno, nel *report* l'ESMA riconosce espressamente i vantaggi che potrebbero derivare dalle nuove tecnologie in tale ambito, sottolineando come *“DLT could potentially facilitate the safekeeping of assets and recording of ownership, provided a number of pre-requisites are met”*³⁵. Anche con riguardo a tali attività permangono inevitabilmente alcuni limiti regolamentari, come dimostrano diverse legislazioni nazionali (Germania ad esempio) che non permetterebbero la completa dematerializzazione di alcuni strumenti finanziari, ma al contrario richiederebbero la creazione di un certificato “fisico” per la loro emissione.

Nell'ambito delle *European Supervisory Authorities (ESAs)*, anche l'EBA attraverso un *report* più articolato, intitolato *“FinTech Report on Prudential Risks*

³³ ESMA, *Report. The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Market*, 2017, pg. 13

³⁴ Si fa riferimento alla previsione contenuta nell'art. 3, comma2, del Regolamento europeo sui depositari centrali di titoli ((UE) n. 909 del 2014) in base al quale: *“A fronte di un'operazione su valori mobiliari eseguita in una sede di negoziazione i relativi titoli sono registrati in un CSD mediante scrittura contabile entro la data prevista per il regolamento, a meno che non siano già stati precedentemente registrati sotto tale forma”*.

³⁵ ESMA, *Report. The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Market*, 2017, pg. 16

and Opportunities Arising for Institutions from Fintech” e pubblicato a luglio 2018, si focalizza sulla tecnologia *DLT* ed in particolare sulla *blockchain*. In tale documento l’Autorità Bancaria Europea prende in considerazione, per ciò che attiene alla *DLT*, due utilizzi diversi: *trade finance*, attraverso il ricorso agli *smart contracts*, e gestione dell’identità digitale, in particolare con finalità di antiriciclaggio.

Relativamente alla *trade finance*, l’EBA esprime un giudizio fortemente positivo circa una sua possibile implementazione tramite *DLT*, soprattutto per i vantaggi derivanti dagli *smart contracts*, descritti come “*pieces of computer code stored in a DLT, which are executed automatically on multiple distributed nodes upon fulfilment of pre-defined conditions, to enforce the terms of an agreement between parties*”³⁶; in particolare viene sottolineato come un simile impiego potrebbe semplificare notevolmente lo svolgimento delle negoziazioni di strumenti finanziari, grazie ad una riduzione degli oneri burocratici nonché dei tempi di regolamento delle operazioni, con vantaggi per istituzioni ed investitori. Anche per tali aspetti è opportuno notare come non si tratti di posizioni universalmente condivise, registrandosi in parte della dottrina alcune perplessità relativamente a un tale impiego della *DLT*, in quanto ad esempio un’eccessiva compressione dei tempi di *settlement* dei contratti potrebbe rendere meno agevole la gestione di taluni rischi propri di tale attività³⁷.

Un altro elemento evidenziato all’interno del *report* riguarda l’utilizzo della *Distributed Ledger Technology* per la gestione dell’identità digitale, riferibile ad un complesso di attività che spesso travalicano il solo ambito finanziario. Al riguardo l’EBA si cimenta nell’elencazione delle opportunità connesse a tale impiego, in particolare per ciò che attiene i profili di antiriciclaggio (AML) e contrasto al finanziamento del terrorismo (CFT), sottolineando che “*The most relevant appear to relate to cost reduction and improved customer experience resulting from a possible simplification of the process and access to updated information. When it comes to the on-boarding of new customers, institutions could potentially leverage*

³⁶ EBA, *FinTech Report on Prudential Risks and Opportunities Arising for Institutions from FinTech*, 2018, pg. 31

³⁷ Annunziata F., *La disciplina delle trading venues nell’era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, *Orizzonti del diritto commerciale*, 3/2018, pg. 28

*their CDD measures previously applied by other institutions (subject to the respective risks mentioned above), thus reducing costs generally associated with AML/CFT compliance.”*³⁸

Similarmente all’ESMA, anche l’EBA osserva tuttavia come ai potenziali benefici connessi alla *DLT* si contrappongono una serie di possibili rischi, in particolar modo sotto il profilo prudenziale, quali vulnerabilità dei sistemi, furto di codici, perdita di dati, frode, nonché un aumento della dipendenza da terzi soggetti, in quanto una serie di soluzioni strumentali alla *DLT* vengono fornite da *services providers* esterni al sistema.

Fra le Istituzioni europee va altresì richiamato l’interesse dedicato dalla Commissione Europea al fenomeno del *FinTech*, all’interno del quale viene incluso, come già osservato, l’impiego delle tecnologie basate sui registri distribuiti, attraverso lo sviluppo di una serie di iniziative in parte ancora in corso. Per i profili che interessano in tale sede rileva in particolare la pubblicazione, nel marzo 2018, del c.d. *FinTech Action Plan*, basato sugli esiti di un’apposita consultazione³⁹ avviata sul mercato, finalizzato all’adozione di una strategia al livello europeo per il mercato tecnologico dei servizi finanziari e alla definizione delle diverse aree di intervento.

Nel focalizzarsi sulla *Distributed Ledger Technology* e sulla *blockchain*, la Commissione Europea riconosce la possibilità, mediante tali tecnologie, di garantire un maggior grado di efficienza nello svolgimento delle attività finanziarie, essendo inoltre idonee ad assumere un ruolo essenziale per le future infrastrutture dei servizi finanziari; la Commissione sottolinea inoltre il carattere trasversale della *DLT*, non limitato al solo ambito finanziario. Il documento prosegue poi osservando come, anche sulla base degli esiti della consultazione, il loro impiego in ambito finanziario solleva inevitabilmente una serie di criticità dal punto di vista della regolamentazione esistente, in particolare “*Responses to the public consultation raise concerns that the use of such technologies may be prevented or constrained by the existing rules, for example in the following ways: blockchain-based*

³⁸ EBA, *FinTech Report on Prudential Risks and Opportunities Arising for Institutions from FinTech*, 2018, pg. 41

³⁹ Commissione Europea, *Consultation Document – FinTech: a more competitive and innovative European financial sector*, 2017

*applications may raise jurisdictional issues about the law applicable and liability issues; the legal validity and enforceability of smart contracts may need clarification; there are uncertainties surrounding the legal status of ICOs and the rules applicable to them*⁴⁰. In relazione a tali profili, la Commissione sottolinea la necessità di ulteriori approfondimenti del quadro regolamentare esistente al livello europeo, al fine di comprendere la sua compatibilità o meno con l'impiego di nuove tecnologie, anche alla luce del già richiamato principio di *technology neutrality*.

Tra le altre iniziative assunte in tale ambito rientra la costituzione da parte della Commissione Europea, nel febbraio 2018, del *EU blockchain Observatory Forum*⁴¹; è previsto, in particolare, che tale *forum* svolga le sue attività per un periodo di due anni, con l'obiettivo di seguire attentamente l'evoluzione del fenomeno e prendere parte al dibattito in corso sulle *Distributed Ledger Technologies* e sulla *blockchain*. A seguire, il 24 settembre 2020, è stata pubblicata da parte della Commissione Europea la c.d. *Digital Finance Strategy* che, congiuntamente ad una serie di misure, legislative e non, ed in linea con il *FinTech Action Plan* sopra citato, si propone di rafforzare l'azione dell'Unione Europea relativamente alla rivoluzione tecnologica in corso; tra le varie proposte avanzate rileva in particolar modo quella relativa ad un regolamento concernente un regime pilota sulle tecnologie di registro distribuito, che sarà tuttavia oggetto di approfondita trattazione più avanti, congiuntamente alla proposta di un regolamento sui mercati di *crypto-assets*.

A conclusione della presente analisi sulle diverse iniziative europee con riguardo alle nuove tecnologie, risulta meritevole di menzione la risoluzione del Parlamento Europeo del luglio 2018, intitolata “*resolution on distributed ledger technologies and blockchains: building trust with disintermediation*”, preceduta da un apposito *paper* avente ad oggetto le stesse tematiche. Il documento riconosce il carattere innovativo di tali tecnologie e prende in considerazione le possibili applicazioni della *DLT* a diversi settori, in aggiunta a quello finanziario, quali ad

⁴⁰ Commissione Europea, *FinTech Action Plan: a more competitive and innovative European financial sector*, 2017, pg. 10

⁴¹ Maggiori informazioni riguardo l'attività di tale *Forum* sono rinvenibili al seguente indirizzo: <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/funding/pre-information-notice-eu-blockchain-observatory-forum>

esempio quello sanitario, dei trasporti e ancora della proprietà intellettuale e tutela dei diritti d'autore.

Come già osservato da altre autorità europee nei rispettivi interventi in tale settore, anche il Parlamento Europeo riconosce la necessità di definire un appropriato quadro regolamentare al livello europeo, in grado di supportare un pieno sviluppo della *DLT*, tenendo tuttavia in considerazione i potenziali rischi associati. A tale fine, il Parlamento invita la Commissione Europea “*to assess and develop a European legal framework in order to solve any jurisdictional problems that may arise in the event of fraudulent or criminal cases of DLT exchange*”⁴². Di particolare interesse risultano poi le osservazioni formulate da Parlamento in merito all'importanza di soluzioni orientate al basso consumo di energia e il più possibile rispettose dell'ambiente, raccomandando alla Commissione di valutare attentamente efficienza energetica e impatto dei meccanismi associati alla *DLT* e *blockchain* (tra i quali ad esempio i ben noti “*proof of work*” e “*proof of stake*”)⁴³.

2.4 L'approccio regolamentare italiano. Inquadramento giuridico della fattispecie

In aggiunta alle diverse iniziative europee sopra esposte, anche i singoli Stati membri hanno avvertito la progressiva esigenza di adottare un approccio volto ad una regolamentazione, almeno parziale, delle tecnologie *DLT* e della *blockchain*; ovviamente le principali difficoltà legate ad un tale intervento sono rappresentate dalla necessità di calibrare le contrapposte esigenze circa le nuove tecnologie, da un lato sviluppando i potenziali benefici a queste connesse, e dall'altro contrastando i rischi derivante da un loro possibile utilizzo.

Al riguardo, l'Italia è stata il primo paese dell'Unione Europea ad aver attribuito un primo inquadramento giuridico e un riconoscimento normativo alle *Distributed Ledger Technologies*, oltre che agli *smart contracts*, tramite il Decreto-Legge 135/2018 (c.d. Decreto Semplificazioni), successivamente convertito nella

⁴² Parlamento Europeo, *Resolution on distributed ledger technologies and blockchains: building trust with disintermediation*, 2018, e disponibile al seguente indirizzo: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2018-0373_EN.html

⁴³ Comellini S. e Vasapollo M., *Blockchain, Criptovalute, ICO e Smart Contract*, Maggioli Editore, 2019, pg. 50

Legge del 11 febbraio 2019, numero 12⁴⁴. È importante precisare come l'intervento in questione risponda essenzialmente a finalità di tipo definitorio, oltre che di inquadramento giuridico della fattispecie, non arrivando invece a dettare una disciplina applicativa riguardo a tali tecnologie, tema questo affrontato più di recente dai *regulators* nazionali ed europei. Ciò detto, assume particolare rilevanza l'articolo 8-ter del suddetto decreto, rubricato "Tecnologie basate sui registri distribuiti e smart contract", e composto da quattro commi.

Il primo comma dispone quanto segue "*si definiscono «tecnologie basate su registri distribuiti» le tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetturealmente decentralizzato su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l'aggiornamento e l'archiviazione di dati sia in chiaro che ulteriormente protetti da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili*".

La normativa in questione ha sicuramente il vantaggio di porsi all'avanguardia nella regolamentazione della tecnologia *DLT* e *blockchain*, andando oltre gli aspetti prettamente finanziari relativi al fenomeno dei *crypto-assets* e dei *token*. Tuttavia, la formulazione normativa suscita una pluralità di dubbi interpretativi, che potranno essere in parte risolti attraverso le linee guida che l'AgID ha adottato conformemente a quanto indicato dal Legislatore nel medesimo Decreto Semplificazioni⁴⁵.

In particolare, desta perplessità il riferimento alle caratteristiche quali la non "alterabilità" e non "modificabilità" per ciò che attiene le tecnologie *DLT*. Difatti, soprattutto in relazione alla *blockchain*, una tale modifica è possibile almeno in via teorica: in particolare, attraverso il raggiungimento del consenso della maggioranza dei nodi all'interno del sistema (50% + 1). Ovviamente, risulta particolarmente complesso ottenere una simile maggioranza per quelle *blockchain* caratterizzate dalla partecipazione di un cospicuo numero di nodi, quali la *Blockchain* di *Bitcoin*

⁴⁴ Legge 11 febbraio 2019, numero 12. Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 14 dicembre 2018, numero 135, recante disposizioni urgenti in materia di sostegno e semplificazioni per le imprese e per la pubblica amministrazione

⁴⁵ Galli M. e Garotti L., *Blockchain e smart contract: le novità previste dal Decreto semplificazioni*, Quotidiano Giuridico, 2019, pg. 1

e la *blockchain Ethereum*; al contrario, il raggiungimento del 51% del consenso risulta senza dubbio più verosimile per quanto attiene quei sistemi caratterizzati da un numero più esiguo di nodi chiamati a validare le transazioni. Inoltre, la definizione in questione non tiene in debita considerazione elementi quali il consenso e l'incentivo economico che, come già evidenziato in precedenza, rappresentano elementi innovativi e centrali che caratterizzano la tecnologia *DLT* e la *blockchain*⁴⁶.

Allo stesso modo, non risulta chiaro il modo in cui Legislatore italiano si è riferito alla “verificabilità da parte di ciascun partecipante”, in quanto, non specificando le modalità secondo cui tale verificabilità si dovrebbe esplicare, vi è il concreto rischio di fermarsi a considerazioni di principio prive di un qualsivoglia contenuto vincolante per i destinatari; in aggiunta a ciò, tale formulazione potrebbe indurre a restringere l'applicabilità della normativa alle sole ipotesi c.d. *permissionless*, in cui la visibilità e l'accesso vengono consentiti a tutti i nodi, senza tuttavia che sia emersa un'espressa volontà legislativa in tal senso⁴⁷.

Ulteriori dubbi sulla correttezza, da un punto di vista tecnico, della disposizione in questione sono stati sollevati con riguardo al terzo e quarto comma di seguito riportati: “*La memorizzazione di un documento informatico attraverso l'uso di tecnologie basate su registri distribuiti produce gli effetti giuridici della validazione temporale elettronica di cui all'articolo 41 del regolamento (UE) n. 910/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 luglio 2014.*”; “*Entro novanta giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto, l'Agenzia per l'Italia digitale individua gli standard tecnici che le tecnologie basate su registri distribuiti debbono possedere ai fini della produzione degli effetti di cui al comma 3*”.

Relativamente al terzo comma, diverse sono state le preoccupazioni sollevate con riguardo alla genericità con cui il Legislatore si è riferito alla “validazione temporanea elettronica”; poiché infatti il citato articolo 41 del

⁴⁶ Galli M. e Garotti L., *Blockchain e smart contract: le novità previste dal Decreto semplificazioni*, Quotidiano Giuridico, 2019, pg. 2

⁴⁷ Di Ciommo F., *La conclusione e l'esecuzione automatizzata dei contratti (smart contract)*, in Cassano G. e Di Ciommo F. e Rubino De Ritis M., *Banche, Intermediari e Fintech: i nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*. Milano, Giuffrè editore, 2021, pg. 97

Regolamento europeo distingue tra validazione “temporanea elettronica” e validazione “temporanea elettronica qualificata”, non risulta chiaro se il Legislatore italiano abbia voluto introdurre nell’ordinamento un sistema di validazione temporale che, per il solo motivo di utilizzare tecnologie basate sui registri distribuiti, debba essere riconosciuto come “qualificato”, con non trascurabili differenze sul piano degli effetti giuridici⁴⁸. Inoltre, può risultare dubbia l’attribuzione all’AgiD, mediante le sue linee guida, e quindi attraverso una fonte di rango secondario, del compito di definire i requisiti tecnici necessari a far produrre gli effetti giuridici dalla validazione temporale.

In definitiva, pur se accolte con favore tali iniziative volte ad effettuare un primo inquadramento giuridico del fenomeno in questione, queste non possono risultare pienamente efficaci se non accompagnate da una generale revisione degli altri istituti che vengono in rilievo nell’applicazione di tali nuove tecnologie, ivi inclusa la disciplina concernente i mercati finanziari.

Risulta infine doveroso citare l’avvio, il 18 giugno 2020, da parte dell’AgiD e con il supporto di un gruppo di esperti selezionati dal MiSE, della consultazione pubblica concernente il documento “Strategia italiana per la Blockchain e i registri distribuiti”⁴⁹, con l’obiettivo principale di favorire e sviluppare la trasformazione digitale e far diventare l’Italia un paese europeo all’avanguardia nell’ambito delle innovazioni tecnologiche.

3. *Crypto-asset e token*

Quanto fin qui esposto in tema di *Distributed Ledger Technologies* e *blockchain* risulta doveroso per poter procedere all’analisi di una delle principali applicazioni della digitalizzazione al settore finanziario, rappresentata dai c.d. *crypto-assets*. Premesso che una descrizione del fenomeno anche per quanto attiene ai profili definitivi e classificatori sarà oggetto di trattazione nei successivi

⁴⁸Di Ciommo F., *La conclusione e l’esecuzione automatizzata dei contratti (smart contract)*, in Cassano G. e Di Ciommo F. e Rubino De Ritis M., *Banche, Intermediari e Fintech: i nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*. Milano, Giuffrè editore, 2021, pg. 83

⁴⁹ Il documento oggetto della consultazione pubblica è reperibile al seguente indirizzo: <https://www.mise.gov.it/index.php/it/consultazione-blockchain#consultazione>

paragrafi, giova in questa sede procedere ad una prima distinzione tra il concetto di “asset” tradizionale e quello più recente di “crypto-asset”. Con il termine “asset” si può intendere ogni entità materiale o immateriale suscettibile di valutazione economica soggettiva; i diritti relativi all’utilizzo e allo sfruttamento delle attività, materiali o immateriali che siano, si possono concentrare in titoli finanziari rappresentativi dei diritti stessi. Gli *assets* sono negoziabili su piattaforme di scambio tradizionali. Diversamente, per “crypto-asset” si assume una rappresentazione digitale di valore resa univoca grazie all’impiego di meccanismi crittografici; i *crypto-assets* vengono solitamente scambiati su piattaforme DLT⁵⁰.

La descrizione sopra riportata coincide tendenzialmente con quanto avanzato nelle diverse sedi europee ed internazionali: si pensi ad esempio al Financial Stability Board, che definisce un *crypto-asset* come “*a type of private asset that depends primarily on cryptography and distributed ledger or similar technology as part of their perceived or inherent value*”⁵¹. Si noti tuttavia come attualmente non è prevista una nozione, univoca e generalmente accettata, di *crypto-asset*⁵². Anzi, è possibile riscontrare una tendenza ad attribuire maggiore attenzione alla classificazione di tale fenomeno, piuttosto che ad una sua qualificazione dal punto di vista nozionistico; ciò anche in ragione del carattere di continua evoluzione di questa categoria, tale da comportare un rischio di inadeguatezza di un eventuale esercizio definitorio.

Nell’esame del fenomeno in questione viene poi in rilievo un ulteriore concetto, quello di “token”⁵³. I *token* sono emessi nell’ambito delle c.d. *Initial Coin Offerings (ICOs)* al fine di reperire risorse finanziarie sul mercato, e non di rado vengono utilizzati in congiunzione e come sinonimi di criptovalute, pur presentandosi talune differenze tra questi due concetti. Criptovalute e *token* sono

⁵⁰ Banca D’Italia, *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD 2, criptovalute e rivoluzione digitale*, Quaderno di ricerca giuridica, 2019, pg. 167

⁵¹ Financial Stability Board, “*Crypto-assets: work underway, regulatory approaches and potential gaps*”, maggio 2019

⁵² SMSG, *Advice to ESMA – Own Initiative Report on Initial Coin Offering and Crypto-Assets*, 19 ottobre 2018, pg. 4

⁵³ Una definizione condivisibile di “token” viene avanza da Ferrais L., *Le Initial Coin Offering: fattispecie in cerca di autore*, in Paracampo M. T., *Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Secondo volume, Torino, Giappichelli Editore, 2019, pg. 270, nei seguenti termini “una rappresentazione digitale di valore, trasferibile secondo regole crittografiche, che conferisce al titolare un’utilità o diritti di varia natura, tipicamente legati al progetto che si sta finanziando”

accomunati sotto il profilo tecnologico, trattandosi di fenomeni la cui emissione e circolazione è basata sull'impiego di nuove tecnologie quali *DLT* e *blockchain*; ciò nondimeno, possono comunque evidenziarsi talune diversità, almeno per ciò che attiene al più noto esempio di criptovaluta, il *bitcoin*, il quale ha origine da un fenomeno “orizzontale” (meccanismi di estrazione e validazione da parte della rete stessa), e non per effetto di un'operazione eseguita da un emittente individuale, come avviene nel caso di *token* originati nel contesto delle *ICOs*⁵⁴. Inoltre, mentre i *token* sono caratterizzati da elementi di scarsità, le criptovalute sono tendenzialmente risorse non scarse⁵⁵. Tale classificazione risulta comunque relativa, in quanto i due fenomeni in questione possono facilmente intrecciarsi tra loro: è possibile ad esempio l'utilizzo di una criptovaluta nel contesto di un'operazione volta al reperimento di risorse finanziarie sul mercato, assumendo così caratteristiche generalmente attribuite ai *token*; allo stesso modo, e come si avrà modo di vedere in seguito, vi sono casi in cui un *token* viene utilizzato come strumento per corrispondere il prezzo di una specifica prestazione, piuttosto che come strumento per reperire capitale sul mercato. Anche per tali ragioni quindi, criptovalute native, come gli *ether* ad esempio, sono da intendersi come *payment token*, e possono perciò formare oggetto di attribuzione nell'ambito di una *ICO*⁵⁶.

In tale contesto ben si comprende come in molti casi il confine tra criptovalute e *token* tende ad assottigliarsi, assumendo quindi scarsa rilevanza nella pratica; ciò detto, risulta pertanto preferibile procedere ad una trattazione congiunta per quanto attiene alla loro qualificazione nonché ai risvolti sul piano giuridico-regolamentare.

In ragione di ciò, l'utilizzo della terminologia anglosassone, vale a dire *crypto-asset*, risulta preferibile per riferirsi al fenomeno nel suo complesso; il termine italiano criptovaluta potrebbe condurre ad una ricostruzione della loro natura unicamente in senso “monetario” che, pur rappresentando la manifestazione più diffusa del fenomeno, si presenta tuttavia come riduttiva e fuorviante, non

⁵⁴ Annunziata F., *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, Orizzonti del diritto commerciale, 3/2018, pg. 4

⁵⁵ Per una trattazione più approfondita su tali caratteristiche si veda: MSG, *Advice to ESMA – Own Initiative Report on Initial Coin Offering and Crypto-Assets*, 19 ottobre 2018

⁵⁶ Sandei C., *Initial Coin Offering* e appello al pubblico risparmio, in Cian M. e Sandei C., *Diritto del Fintech*, Wolters Kluwer Italia, 2020, pg. 280

tenendo in considerazione la pluralità di utilizzi che ne possono derivare⁵⁷; volendo comunque operare un tentativo di traduzione al livello nazionale, assai più corretto risulta il termine “cripto-attività”, di recente utilizzato anche in importanti interventi regolamentari.

3.1 Origini e sviluppi: dal *Bitcoin* alla *Libra*

Da un punto di vista storico, il primo e più importante esempio di *crypto-asset* è rappresentato dal *bitcoin*⁵⁸, ideato e realizzato nel 2008 da un programmatore noto con lo pseudonimo Satoshi Nakamoto, la cui identità risulta tutt’oggi ignota. Nel *white paper* intitolato “*Bitcoin: a Peer-to-Peer Electronic Cash System*”, il *bitcoin* viene delineato come una moneta virtuale basata su un’infrastruttura nota come *blockchain* che, come già osservato in precedenza, ne consente lo scambio in una modalità interamente decentralizzata e indipendente rispetto a qualsiasi autorità pubblica, di tipo *permissionless*, e quindi con un accesso libero e non condizionato, e che ricorre ad un particolare meccanismo del consenso tra gli attori della rete noto come *Proof of Work (PoW)*. Risulta doveroso precisare come il termine “*Bitcoin*” è generalmente utilizzato con l’iniziale maiuscola quando ci si vuole riferire alla tecnologia e al protocollo di rete (ossia alla *Blockchain*), mentre l’iniziale minuscola (“*bitcoin*”) è impiegata se ci vuole riferire alla criptovaluta in sé. È importante sottolineare come il *bitcoin* non sia qualificabile come moneta avente corso legale, in quanto non emesso né supportato da autorità statali e/o banche centrali, e di conseguenza svincolato dal monopolio di queste ultime; in ragione di tale connotazione assai più corretto risulta parlare di “moneta complementare” (o valuta privata), utilizzata su base consensuale da soggetti facenti parti di un determinato circuito secondo modalità equivalenti a quelle della moneta nazionale di riferimento⁵⁹. La principale criticità relativa al *bitcoin*, che caratterizza in generale la categoria dei *crypto-assets*, attiene all’estrema volatilità

⁵⁷ Carrière P., *Le “criptovalute” sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di “strumenti finanziari”, “valori mobiliari” e “prodotti finanziari”*; tra tradizione e innovazione, Rivista di Diritto Bancario, n. 2/2019, pg. 11

⁵⁸ Per un approfondimento sulle caratteristiche del bitcoin si veda: S. Nakamoto, *Bitcoin: a peer-to-peer electronic cash system*, 2008

⁵⁹ Aranguena G., *Bitcoin: una sfida per policymakers e regolatori*, Quaderni di Diritto Mercato Tecnologia, n.1, 2014, pg. 25

sui mercati (finanche 80-90% in poco tempo), dovuta al concatenarsi di una serie di caratteristiche, quali: elevata concentrazione del mercato, comportamenti speculativi, assenza di un sistema di supervisione e controllo; altre problematiche relative all'utilizzo di tale *crypto-asset* sono legate al rischio di comportamenti opportunistici e alle asimmetrie informative, nonché all'assenza di un sufficiente grado di trasparenza all'interno della rete⁶⁰.

Nel corso degli anni accanto al bitcoin sono emerse altre tipologie di *crypto-assets* che, pur presentano caratteristiche simili a quest'ultimo, se ne differenziano sotto una pluralità di profili diversi; queste sono comunemente indicate con il termine *altcoin* (*Alternative Coin*). Al riguardo, rileva innanzitutto *ether*, e la connessa *blockchain* nota come *Ethereum*, nata nell'ambito di una *Initial Coin Offering* promossa nel 2014. Come il *bitcoin*, anche tale *crypto-asset* ricorre all'utilizzo di una *blockchain permissionless* ed al protocollo di consenso noto come *Proof of Work*; tuttavia la *blockchain* di *Ethereum* si caratterizza per dei tempi di validazione assai più rapidi, 12 secondi circa, evidenziando così una maggiore efficienza rispetto a quanto previsto dal protocollo *Bitcoin*. Un altro *crypto-asset* appartenente alla medesima categoria è *Ripple*. Gestito da una società privata, e quindi non decentralizzato, questo rappresenta un'efficace declinazione della *blockchain* che, in ragione della presenza di un ente terzo affidabile, è in grado di garantire una maggiore sicurezza e controllo, prevenendo così possibili utilizzi per finalità illecite.

Più di recente, grande attenzione è stata posta da autorità e organismi internazionali ad una particolare tipologia di *crypto-asset*, nota con il termine *stablecoin*; tale categoria è stata descritta dal Financial Stability Board come “*a crypto-asset designed to maintain a stable value relative to another asset (typically a unit of currency or commodity) or a basket of assets. These may be collateralised by fiat currency or commodities or supported by algorithms*”⁶¹. Conformemente a tale definizione, gli *stablecoin* sono caratterizzati da un valore stabile in quanto vincolati a risorse solide o meno volatili, quali una moneta fiat (euro, dollaro statunitense, etc.), o materiali (come l'oro), e di conseguenza non presentano

⁶⁰ Nuzzo A., *Bitcoin e Libra: Sfida su blockchain e rischi di sistema, Disciplina delle società e legislazione bancaria*, terzo volume, Luiss University Press, 2020, pg. 337

⁶¹ Financial Stability Board, *Regulatory issues of stablecoins*, ottobre 2019, pg. 3

l'elevata volatilità e la discontinuità nella formazione del prezzo che invece caratterizza il “tradizionale” *bitcoin*; rilevano in particolar modo alcuni *stablecoin* sponsorizzati da grandi imprese tecnologiche ed utilizzati in una pluralità di giurisdizioni, definiti come *global stablecoin* (GSC), in quanto il loro impiego richiederebbe particolare attenzione circa i possibili impatti dal punto di vista della stabilità finanziaria e della politica monetaria. Attualmente l'esempio più importante di tale ultima categoria risulta essere lo *stablecoin* ideato da Facebook nel 2019, originariamente conosciuto con il termine “Libra”, e di recente ridenominato in “Diem”. Similarmente al *bitcoin*, anche Libra è sempre basata su infrastruttura di tipo *blockchain*, che presenta tuttavia la conformazione c.d. *permissioned*, in quanto la selezione ed ammissione dei nodi della rete viene effettuata *ex ante* da un gruppo di soggetti, ovvero i membri fondatori del progetto in questione; inoltre, in ragione della sua qualificazione come *stablecoin*, i Libra coin sono ancorati ad una serie di *asset*, quali titoli di Stato e valute estere, al fine di garantire la stabilità del valore nel tempo⁶².

Risulta opportuno sottolineare come gli esempi sopra riportati sono ascrivibili alla categoria delle criptovalute (o *crypto-currencies*), le quali si contraddistinguono per la funzione monetaria che vanno ad assolvere; tale categoria è a sua volta ricompresa in quella più ampia di *crypto-assets*, giacché questi, come si dirà a breve, possono assumere anche funzioni diverse rispetto a quella precedentemente citata.

Ad oggi, pur presentando ancora dimensioni relativamente modeste, il numero di *crypto-assets* esistenti è cresciuto in maniera esponenziale: a riguardo l'ESMA ha individuato, a partire dalla prima comparsa del *bitcoin* nel 2009, la presenza sul mercato di più di 2.050 *crypto-assets*, rappresentanti una capitalizzazione di mercato pari a 110 bilioni di euro alla fine di dicembre 2018⁶³.

3.2 Offerta iniziale di *crypto-asset*: *Initial Coin Offering*

Un aspetto di particolare rilievo per ciò che attiene ai *crypto-assets* è rappresentato dal loro collocamento sul mercato attraverso particolari procedure

⁶² Nuzzo A., *Bitcoin e Libra: Sfida su blockchain e rischi di sistema, Disciplina delle società e legislazione bancaria*, terzo volume, Luiss University Press, 2020, pg. 328

⁶³ ESMA, *Advice on Initial Coin Offering and Crypto-Assets*, 9 gennaio 2019, pg. 8

note come *Initial Coin Offerings (ICOs)*, denominazione che deriva a sua volta dal termine *Initial Public Offering (IPO)*, utilizzato in riferimento all'offerta, da parte di un emittente, di strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, etc.). Questo strumento rappresenta per gli imprenditori, ed in particolare per le start-up, una possibilità di raccogliere capitale per lo sviluppo di uno specifico progetto imprenditoriale, offrendo in contropartita *asset* crittografici di nuova emissione definiti come *token*, a cui possono essere associate diverse utilità o diritti, come verrà analizzato meglio in seguito; anche l'ESMA ha avanzato una simile descrizione del fenomeno delle *ICOs*, nei seguenti termini “*An ICO is an innovative way of raising money from the public, using so-called coins or tokens and can also be called an initial token offering or token sale. In an ICO, a business or individual issues tokens or coin and puts them for sale in exchange for fiat currencies, such as the Euro, or more often virtual currencies, e. g. Bitcoin or Ether*”⁶⁴.

Si è soliti far risalire il primo esempio di *ICO* al 2013; in tale occasione, l'ingegnere J. R. Sweezy creò un apposito protocollo, originariamente conosciuto come *MasterCoin* e poi ridenominato *Omni*, permettendo, a chi fosse interessato, di finanziare il progetto attraverso il pagamento sotto forma di *Bitcoin* ed ottenendo in cambio *Mastercoin* (secondo il seguente rapporto di cambio: 100 *MasterCoin* vs *Bitcoin*). L'emissione rappresentò un importante successo, raccogliendo una somma equivalente a 680 mila dollari. Altro episodio di particolare rilevanza attiene alla *ICO* relativa ad *Ethereum* promossa nel 2014, che ha portato alla raccolta, in meno di una giornata, di un quantitativo superiore ai 2 milioni di dollari. Negli anni poi si è assistito ad una crescita esponenziale del fenomeno: tra gennaio 2016 e agosto 2019 sono stati raccolti oltre 31 miliardi di dollari, e solo nel 2018 hanno avuto luogo 579 emissioni per un valore globale di oltre 12 miliardi di dollari⁶⁵.

Per poter procedere all'analisi del funzionamento nonché delle fasi in cui si articola una *Initial Coin Offering*, risulta utile innanzitutto inquadrare tale strumento alla luce delle caratteristiche che lo contraddistinguono: difatti, le *ICOs* sono configurabili alla stregua di una raccolta presso il pubblico di risorse

⁶⁴ ESMA, *Statement. Esma alerts investors to the high risks of Initial Coin Offerings*, 2017, pg. 2

⁶⁵ Bruno S., *La raccolta del risparmio mediante emissione di cripto-attività: le Initial Coin Offering*, in Cassano G. e Di Ciommo F. e Rubino De Ritis M., *Banche, Intermediari e Fintech: i nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*. Milano, Giuffrè editore, 2021, pg. 274

economiche destinate al finanziamento di un progetto imprenditoriale, similamente a quanto avviene nel caso del *crowdfunding* o delle *IPO*. Tuttavia, rispetto ai canali di finanziamento tradizionali, le *ICOs* si differenziano per la presenza di due elementi caratterizzanti: *in primis*, hanno come oggetto di emissione dei valori digitali, i c.d. *token*, in luogo dei tradizionali strumenti finanziari, come azioni ed obbligazioni, emessi nell'ambito di una *IPO*; inoltre, le *ICOs* hanno luogo attraverso il ricorso alla *DLT* o alla *blockchain*, infrastrutture che vengono utilizzate per l'offerta degli *asset* digitali.

Le *Initial Coin Offering* sono generalmente promosse da un'emittente costituito sotto forma di start-up, anche se è possibile che si tratti di un soggetto senza personalità giuridica⁶⁶, non richiedono la presenza di un intermediario e l'acquisto dei *token* si verifica spesso attraverso valute digitali⁶⁷; nonostante manchino allo stato attuale specifiche previsioni regolamentari concernenti la procedura di collocamento, è possibile osservare nella prassi il rispetto di un preciso *timesheet* nella promozione di una *ICO*.

Innanzitutto, alla base di una *ICO* vi è uno specifico progetto imprenditoriale, a carattere innovativo (spesso basato su tecnologie quali *DLT* e *blockchain*), che il promotore intende finanziare attraverso la raccolta di risorse economiche tra il pubblico; non sono mancati tuttavia nella prassi casi di progetti più tradizionali finanziati attraverso le *ICOs*⁶⁸. La prima fase propedeutica all'avvio di una *ICO* è rappresentata dall'attività di *marketing* svolta dal promotore tendenzialmente online, attraverso la costruzione di un proprio sito web ovvero tramite *social media* e altri canali digitali già attivi. In tale contesto segue poi la pubblicazione di un apposito documento informativo, noto come *White Paper*, rivolto agli investitori con la finalità di illustrare le principali caratteristiche attinenti al progetto e all'offerta sul mercato; si noti come, trattandosi di un documento non standardizzato, il suo contenuto può variare notevolmente nella prassi. Ciò

⁶⁶ Si pensi ad esempio al caso "The DAO" promosso da un gruppo informale di persone

⁶⁷ Pirani P.P., *gli strumenti della finanza disintermediata: Initial Coin Offering e Blockchain*, Analisi giuridica dell'economia, 1, Il Mulino, 2019, pg. 333

⁶⁸ A testimonianza di ciò, si vedano i seguenti progetti: *Spin*, relativo alla produzione di scooter elettrici e promosso attraverso una *security token offering*; Paquarium, concernente la costruzione del più grande acquario al mondo; *Bananacoin*, finalizzato alla coltivazione di piantagioni di banane nel Laos

nondimeno, solitamente è possibile riscontrare all'interno di un *White Paper* i seguenti riferimenti: descrizione del progetto imprenditoriale; condizioni e termini dell'offerta; caratteristiche, numero massimo e prezzo dei *token* oggetto dell'offerta; protocollo informatico utilizzato; periodo di adesione e modalità di distribuzione⁶⁹. Come sottolineato anche in dottrina, la definizione di un *White Paper* chiaro e completo riveste un ruolo fondamentale ai fini del successo di una *Initial Coin Offerings*, grazie alla sua capacità di attrarre i potenziali investitori sul mercato⁷⁰; è tuttavia vero che l'assenza di standard e previsioni regolamentari a cui poter conformare il *White Paper* non permette di garantire in alcun modo l'affidabilità di quanto contenuto in tale documento. Quest'ultima peculiarità rappresenta un'ulteriore differenza rispetto ad una tradizionale *Initial Public Offering*, in quanto il prospetto informativo, tipico delle *IPO*, pur svolgendo funzione analoga a quella del *White Paper*, deve essere redatto in conformità a rigorosi standard.

In seguito alla pubblicazione del documento informativo, l'emittente procede alla creazione dei *token*, ricorrendo ad una *blockchain* esistente ovvero nativa, e quindi progettata appositamente per la *ICO*, al fine di dare avvio alla successiva fase dell'offerta agli investitori. Solitamente l'offerta è preceduta da un'ulteriore fase, nota come *Pre-ICO*, in cui viene emesso un numero ristretto di *token*, ad un prezzo vantaggioso, destinati ad una ristretta categoria di investitori (c.d. *early adopters*), spesso dotati di esperienza e competenze tecniche superiori rispetto agli investitori al dettaglio, che rappresentano invece i destinatari dell'offerta vera e propria. La finalità principale di tale fase è rappresentata dalla

⁶⁹ Ferrais L., *Le Initial Coin Offering: fattispecie in cerca di autore*, in Paracampo M. T., *Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Secondo volume, Torino, Giappichelli Editore, 2019, pg. 277

⁷⁰ "While white papers do not follow standard guidelines, one important and common component is the technical description of the venture's project and its applications. Investor's guides often recommend a careful evaluation of the technical descriptions in a whitepaper to identify successful ICOs. I also interviewed multiple experts and ventures in the domain of ICOs, who suggested that the description of aventure's technology in a white paper is crucial with regard to attracting investors. Specifically, they acknowledged that a white paper is one of the premier outlets for showcasing technological expertise. Similarly, guides for writing white papers recommend ventures include detail description of the technology", così Fisch C., *Initial Coin Offering (ICOs) to finance new ventures*, Journal of Business Venturing, 2019, pg. 7

necessità di coprire i costi iniziali sostenuti dal promotore, quali ad esempio l'attività di *marketing* e di sponsorizzazione del progetto; tuttavia, è stato osservato come la *Pre-ICO* potrebbe servire al fine di ottenere dal mercato una valutazione del *token*, potendo ad esempio ridurre gli effetti dell'*underpricing*, ossia di un prezzo di offerta inferiore rispetto a quello formatosi sul mercato al momento dell'emissione⁷¹.

Successivamente, ha luogo l'offerta vera e propria destinata agli investitori al dettaglio, secondo una modalità interamente disintermediata e digitalizzata, in forza della quale gli investitori fanno pervenire all'emittente la valuta richiesta (digitale o *fiat*), ottenendo così in cambio la corrispondente quantità di *token*. La durata dell'offerta può variare sensibilmente, potendo andare da poche settimane fino a diversi mesi; al riguardo, è stato osservato come alle offerte di maggior successo si ricollegli una durata piuttosto breve⁷², finanche di pochi minuti: si pensi ad esempio al progetto *Brave*, il quale ha raccolto circa 35 milioni a distanza di 30 secondi del lancio della sua *ICO*⁷³. Terminata l'offerta, si può procedere alla fase del *listing*, in quanto i *token* possono essere negoziati su un mercato secondario, attraverso apposite piattaforme digitali; in questo modo viene conferita liquidità al *token*, essendo l'investitore in grado di scambiarlo con altre tipologie di *crypto-assets*, potendolo finanche convertire in valuta avente corso legale.

La crescita esponenziale delle *Initial Coin Offerings* ha poi portato negli ultimi anni alla diffusione di alcuni strumenti che, pur condividendone la funzione alla base, ossia la raccolta presso il pubblico di capitale attraverso l'emissione di *asset* crittografici, si differenziano per taluni profili, presentandosi quindi come un'evoluzione del fenomeno delle *ICOs*; in particolare, si suole far riferimento alle *Security Token Offerings (STOs)* e alle *Initial Exchange Offerings (IEOs)*.

Per quanto attiene alle *Security Token Offerings*, queste hanno ad oggetto *security token* che sono supportati da *asset* tangibili, ovvero da beni fisici che ne

⁷¹ Momtaz P., *Initial Coin Offering*, Hamburg Financial Research Center Working paper series, n. 31, 2018, pg. 7

⁷² Fisch C., *Initial Coin Offering (ICOs) to finance new ventures*, Journal of Business Venturing, 2019, pg. 9

⁷³ Ferrais L., *Le Initial Coin Offering: fattispecie in cerca di autore*, in Paracampo M. T., *Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Secondo volume, Torino, Giappichelli Editore, 2019, pg. 278

garantiscono il valore; proprio in ragione di tale peculiarità, i *security token* sono equiparabili ad azioni digitali della società emittente, ed in quanto tali sono soggetti alla medesima disciplina prevista per l'emissione di strumenti finanziari tradizionali. Le *STOs* rappresentano quindi una via di mezzo tra le *ICO* e le *IPO*: come le prime consistono in una raccolta di fondi che si svolge sul piano digitale, attraverso il ricorso a tecnologie quali la *Distributed Ledger Technology* e la *blockchain*, per l'emissione di *asset* crittografici; mentre le affinità con le *IPO* sono dovute all'assimilazione dei *security token* a contratti relativi ad un'attività di investimento sottostante⁷⁴.

L'ulteriore evoluzione del fenomeno delle *ICOs* è rappresentata dalle c.d. *Initial Exchange Offerings (IEOs)* le quali, pur essendo caratterizzate dall'emissione di *token* in cambio di valuta (*fiat* o digitale), vengono condotte all'interno di apposite piattaforme di *exchange* di *crypto-assets*; in ragione di tale caratteristica, nelle *IEOs* un terzo soggetto che riveste il ruolo di intermediario, l'*exchange*, si interpone tra il promotore dell'offerta e gli investitori, venendo meno quindi il rapporto diretto tra questi ultimi⁷⁵. Evidenti sono i vantaggi legati a tale modalità di finanziamento, anche rispetto a quanto avviene in una *ICO*. *In primis* la promozione dell'offerta tramite la piattaforma dell'*exchange* permette di innalzare il livello di fiducia degli investitori nei confronti dell'iniziativa, in quanto vi è la presenza di un soggetto in molti casi più noto, l'*exchange* per l'appunto, rispetto ai promotori di *ICOs* che non di rado sono coperti dall'anonimato; inoltre, da tale sistema discende inevitabilmente una diminuzione delle spese e dei costi di pubblicizzazione, che vengono sostenuti direttamente dall'*exchange* stesso. Infine, le *IEOs* rappresentano un'agevolazione dal punto di vista tecnologico, in quanto sono in grado di offrire, con maggiore semplicità rispetto ai promotori di una *ICO*, il sistema informatico necessario per permettere lo scambio tra il contributo degli investitori e il quantitativo di *token*.

Delineati i profili principali che caratterizzano l'offerta di *crypto-assets* sul mercato, nonché le relative tipologie, giova in questa sede sottolineare come il

⁷⁴ Scotti G., *Blockchain, criptovalute e ICO: analisi tecnica e giuridica della più recente innovazione fintech*, Cammino Diritto, 2020, pg. 31

⁷⁵ Furnari S.L., *Initial Coin Offering: come regolare l'emissione di utility token*, FC Hub [Online], 2019

Legislatore, chiamato a disciplinare tale fenomeno, debba tener conto della necessità di previsioni regolamentari che tengano debitamente conto del carattere profondamente innovativo che contraddistingue le *ICOs*, al fine di evitare oneri eccessivamente gravosi per queste ultime, scoraggiando altrimenti lo sviluppo delle iniziative in tale campo ed il conseguente progresso tecnologico.

3.3 Tassonomia e classificazione giuridica

Per poter procedere ad un'analisi esaustiva risulta necessario che ogni esercizio definitorio sia accompagnato da un'attività classificatoria del fenomeno, attività che tuttavia risulta particolarmente complessa in relazione alla categoria dei *crypto-assets*. Difatti, questi possono essere progettati in una pluralità di modi, e ciò comporta una grande varietà circa le caratteristiche con cui essi si presentano sul mercato; a tale varietà si aggiunga l'assenza di una terminologia univoca e la mancanza di un approccio comune da parte delle autorità pubbliche e dei legislatori. Tuttavia, è emersa nel tempo una tassonomia generalmente condivisa sia nell'ambito della recente letteratura accademica⁷⁶ sia da parte delle autorità di vigilanza, che distinguono i *token* in una serie di categorie in base alla funzione economica che vanno ad assolvere. Tra gli interventi classificatori delle autorità di vigilanza, di particolare rilevanza risultano quelli della FINMA⁷⁷ (Swiss Financial Market Supervisory Authority) di febbraio 2018, e della FCA⁷⁸ (UK Financial Conduct Authority) di gennaio 2019. Conformemente a tali interventi i *token* vengono distinti nelle seguenti tipologie:

- I. *Payment token*: anche noti come *currency token* o *exchange token*, questa prima tipologia fa riferimento ad *asset* che vanno ad assolvere funzioni di pagamento per l'acquisto di beni o servizi, generalmente all'interno del circuito in cui questi vengono creati. In questa categoria vengono fatte

⁷⁶ Acker P. e Thomale C., *Crypto-securities regulation: ICOs, token sales and cryptocurrencies under EU financial law*, novembre 2017; Rohr J. e Wright A., *Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets*, in *Hastings Law Journal*, febbraio 2019; Maume P. e Fromberger M., *Regulation of Initial Coin Offering: Reconciling U.S. e E.U. Securities Laws*, gennaio 2019.

⁷⁷ FINMA, *Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle initial coin offering (ICO)*, 16 febbraio 2018

⁷⁸ FCA, *Guidance on Cryptoassets*, Consultation Paper CP/19/3, gennaio 2019

rientrare tradizionalmente le criptovalute (o *crypto-currencies*), di cui un esempio ben noto è il già citato *ether*. Non sono assimilabili alla moneta fiat, in quanto non emessi da autorità pubbliche e/o banche centrali.

- II. *Utility token*: si tratta di *asset* che consentono l'utilizzo di un determinato prodotto (materiale o immateriale) o servizio, o l'accesso a funzioni poste a disposizione dall'emittente stesso. Pur differenziandosi notevolmente nella prassi, si è soliti distinguere due principali sottocategorie: *usage token*, che forniscono accesso a funzionalità di rete, e *work token*, che permettono al titolare di contribuire attivamente al lavoro della DLT⁷⁹.
- III. *Security token*: anche noti come *investment token*, questi sono legati ad uno specifico *asset* reale sottostante, la cui funzione principale si sostanzia nell'utilizzo come forma di investimento o nella creazione di flussi di cassa futuri. Tali *token* attribuiscono al loro possessore diritti economici legati al progetto imprenditoriale (partecipazione ai futuri profitti dell'impresa), nonché l'esercizio dei relativi diritti amministrativi (diritti di voto in assemblea). Nella prassi recente di alcuni Paesi⁸⁰ si sono registrate alcune iniziative da parte di società private volte all'emissione di titoli obbligazionari o azionari (*equity token*) sotto forma di *token*.
- IV. *Hybrid token*: categoria eterogenea che include tutte quelle ipotesi di *crypto-assets* che si presentano come una combinazione di due o più delle caratteristiche sopradescritte (pagamento, utilità, investimento); in tali ipotesi risulta di primaria importanza stabilire quale delle componenti prevale nel caso concreto, così da individuare la disciplina applicabile in luogo delle altre.

⁷⁹ Sarzana di S. Ippolito F. e Nicotra M., *Diritto della Blockchain, Intelligenza artificiale e IoT*, Wolters Kluwer Italia, 2018, pg. 28

⁸⁰ Si fa riferimento ad iniziative autorizzate nel Regno Unito dall'autorità di vigilanza britannica (UK) e in Germania dall'autorità di vigilanza tedesca (BaFin)

Nell'analisi del fenomeno in questione, risulta doveroso procedere ad un'ulteriore classificazione dei *token*, per ciò che attiene agli aspetti giuridici a questi connessi, ed in particolare al conferimento o meno di diritti esercitabili nei confronti della controparte nonché sulle caratteristiche di tali diritti. In relazione a ciò, è possibile individuare le seguenti categorie di *token*⁸¹:

- I. *Token* di classe 1 (nessuna controparte): tale categoria si contraddistingue per l'assenza di una controparte: in tal senso, il *token* è generalmente assimilato ad una valuta digitale che non prevede alcuna controparte e può essere trasferita, mediante transazioni, su *DLT* o *blockchain*. Il *token* non attribuisce diritti al titolare ma serve solo a registrare un diritto di proprietà dello stesso. Tale tipologia di *token* ricomprende ad esempio le criptovalute (o *crypto-currencies*) quali Bitcoin, Ripple, Bitcoin cash. Tali *token* possono essere inclusi nella definizione di “valuta virtuale” prevista al D.lgs. 231/2007, lett. qq) comma 2 dell'art. 1, ossia “la rappresentazione digitale di valore, non emessa da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi e trasferita, negoziata e archiviata elettronicamente”.
- II. *Token* di classe 2 (diritti verso controparti): trattasi di *token* che incorporano al loro interno un diritto nei confronti di controparte (emittente o terzi), e che possono a loro volta essere suddivisi in due ulteriori categorie:
 - *token* che incorporano il diritto a ricevere un pagamento specifico o un pagamento futuro o *token* rappresentativi di assets. A seconda della specificità del *token* lo stesso potrebbe qualificarsi come valore mobiliare, strumento finanziario o strumento partecipativo del capitale di rischio, con la conseguente applicazione delle disposizioni proprie del diritto societario e del Testo Unico della Finanza nonché, in caso di offerta al pubblico, delle disposizioni relative all'appello al pubblico di

⁸¹ In tal senso è opportuno segnalare l'analisi giuridica svolta da Sarzana F. e Nicotra M. in *Diritto della Blockchain, Intelligenza artificiale e IoT*, Milano, Wolters Kluwer, 2018

risparmio⁸²; in determinati casi poi, qualora il *token* non sia assimilabile ad uno strumento finanziario, potrebbe sempre residuare la possibilità di applicazione della disciplina inerente alla raccolta del pubblico risparmio.

- *token* che incorporano il diritto a ricevere una prestazione o un bene da chi ha emesso il token o da un terzo che ha stipulato accordi commerciali con l'emittente; o, ancora, token rappresentativi di asset che non siano strumenti finanziari o partecipativi. Si tratta di ipotesi in cui viene conferito al titolare il diritto ad utilizzare un bene o a ricevere una determinata prestazione. Per tali caratteristiche, la fattispecie potrebbe essere ricondotta alla disciplina della donazione modale (articolo 793 c.c.) oppure alla vendita di cose future (articolo 1472 c.c.).

III. *Token* di classe 3 (diritti di comproprietà): tale tipologia fa riferimento a tutti quei *token* hanno una funzione mista in quanto, pur presentando una proprietà, conferiscono al titolare anche diritti aggiuntivi, quali diritti economici o diritti di voto. In tale categoria al titolare non viene attribuito un diritto esercitabile verso l'emittente o verso un terzo.

3.4 Rischi ed opportunità per il sistema finanziario

A conclusione del presente capitolo, e prima di procedere alla trattazione delle questioni relative alla disciplina applicabile nonché agli interventi regolamentari in materia, risulta doveroso evidenziare le principali opportunità connesse ai *crypto-assets* ed in particolare alla loro offerta sul mercato, nonché le criticità che possono derivare da un loro utilizzo, nella prospettiva sia degli investitori che dell'emittente, e che rappresentano in parte un possibile ostacolo al pieno sviluppo di tale fenomeno.

Partendo dalla prospettiva dei promotori, l'offerta di *crypto-assets* tramite *ICOs* si presenta senza dubbio come meno onerosa e priva di adempimenti

⁸² Carrière P., *Le "criptovalute" sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di "strumenti finanziari", "valori mobiliari" e "prodotti finanziari"*; tra tradizione e innovazione, Rivista di Diritto Bancario, n. 2/2019, pg. 13

burocratici; infatti, l'assenza di una piattaforma, all'interno della procedura, che si interpone tra emittente e investitori fa venire meno i tipici costi di intermediazione, in aggiunta ai minori costi di *compliance*, non essendo previsti specifici requisiti o standard da osservare nel procedere all'offerta. Inoltre, le *ICOs* permettono all'emittente di raggiungere una più ampia gamma di investitori rispetto a quanto avviene con i tradizionali canali di finanziamento, potendo spaziare da *hedge funds* e *venture capital* fino alla platea dei piccoli investitori. Per ciò che attiene gli investitori, in particolare quelli al dettaglio, la partecipazione alle *ICOs* e l'acquisto di *crypto-assets* rappresenta un'importante possibilità di investimento, anche grazie all'assenza di soglie di investimento minimo, che può portare ad una maggiore inclusione finanziaria nonché ad una diversificazione del portafoglio detenuto. In aggiunta, il crescente investimento in *ICOs* da parte dei risparmiatori è spesso giustificato da un ulteriore elemento, ovvero l'elevata liquidità del mercato una volta conclusa l'operazione; infatti, i *token* emessi al termine della *ICO* sono quotati su piattaforme di *trading* nel giro di poco tempo, garantendo così ai risparmiatori la possibilità di monetizzare nell'immediato il proprio investimento, diversamente da quanto avviene con il *crowdfunding* o la *IPO*, dove il disinvestimento non è possibile con la stessa semplicità e rapidità⁸³.

Nonostante i potenziali benefici sopra evidenziati, *ICOs* e *crypto-assets* sono tuttavia al centro del dibattito dei regolatori e delle autorità di vigilanza per le criticità che un loro possibile utilizzo può implicare. Al riguardo, assumono rilevanza le comunicazioni effettuate dalla Banca D'Italia e dalla Consob circa i possibili rischi per gli investitori; in particolare, ad aprile 2021 le autorità in questione hanno diffuso un comunicato congiunto⁸⁴, analogamente a quanto fatto in passato⁸⁵, in cui viene richiamata l'attenzione dei piccoli risparmiatori sugli elevati rischi connessi ai *crypto-assets*, potendo comportare anche una perdita integrale delle somme investite. Il comunicato risulta giustificato anche dall'attesa per l'entrata in vigore della proposta di un regolamento europeo per il mercato dei

⁸³ Pirani P.P., *gli strumenti della finanza disintermediata: Initial Coin Offering e Blockchain*, Analisi giuridica dell'economia, 1, Il Mulino, 2019, pg. 343

⁸⁴ Consob e Banca D'Italia, *Comunicato Stampa. Consob e Banca D'Italia mettono in guardia sui rischi insiti nelle crypto-attività*, Roma, 2021

⁸⁵ <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/avvisi-pub/avvertenza-valute-virtuali-2018/index.html>

crypto-assets (c.d. MICAR), il cui negoziato è tutt'ora in corso. Anche al livello europeo sono stati emanati diversi *warnings* circa i rischi derivanti dagli investimenti in *crypto-assets*: da ultimo le *European Supervisory Authorities* (EBA, ESMA, EIOPA), nel richiamare comunicati emessi in precedenza, ribadiscono le criticità legate ai *crypto-assets*, in quanto trattasi di un fenomeno non ancora regolamentato attualmente al livello europeo, e per il quale gli investitori non possono beneficiare delle tutele e delle garanzie previste nel caso di servizi finanziari regolamentati⁸⁶. Si noti inoltre come l'ESMA, in uno specifico rapporto pubblicato nel 2018, ha evidenziato come, pur non mancando esempi di offerte di *crypto-assets* rivelatesi un successo, tra il 2017 ed il 2018 un elevato numero *ICOs* promosse hanno perso tutto il loro valore o si sono rivelate una truffa, con evidenti ripercussioni negative per gli investitori⁸⁷.

Volendo analizzare le principali criticità che possono incontrare i risparmiatori negli investimenti in *crypto-assets*, risulta doveroso sottolineare come le problematiche sono essenzialmente dovute ad un fattore che, come sottolineato in precedenza, rappresenta anche uno dei maggiori incentivi a tali attività: l'assenza, allo stato attuale, di un quadro regolamentare in grado di disciplinare il fenomeno. A ciò si ricollega innanzitutto il tema delle asimmetrie informative: diversamente dal prospetto informativo nelle *IPO*, nel caso del *White Paper* il contenuto non viene in alcun modo disciplinato, con la conseguenza che le informazioni date sono spesso frammentate e insufficienti per poter prendere ragionevoli decisioni circa l'investimento da effettuare⁸⁸. Risulta evidente come, la scarsa trasparenza che

⁸⁶ EBA, ESMA, EIOPA, *Crypto-assets: ESAs remind consumer about risks*, 2021,

⁸⁷ SMSG, *Advice to ESMA – Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 2018, pg. 7

⁸⁸ Zetsche D.A. e Buckley R.P., Arner D.W., Föhr L., *The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators*, 2019, 60 Harvard International Law Journal 267, pg. 15; in particolare, gli autori basano tali considerazioni su una serie di dati empirici, sottolineando come: "The informational situation with most ICOs is uncertain at best. In 20.46% of our sample the white papers provide merely technical information about the product or process to be developed. In 31.04% of the cases the white papers do not provide any information at all about the initiators or backers. In 24.71% of the cases the white papers do not offer any description of the project's financial circumstances, i.e. nothing about how the capital collected is to be used and in what stages, etc. In 96.95% of the cases the white paper is silent on whether the funding to be provided by participants will be pooled or remain segregated. (We speculate that pooling is widespread, given the lack of the sophisticated governance structures necessary for asset segregation.) Shockingly from the standpoint of investment decision-making, information on how the initiators plan to further develop the technology that is to be funded is also usually lacking. And the information asymmetry

connota queste operazioni, congiuntamente all'assenza di un adeguato sistema di controlli, abbia inevitabilmente agevolato lo sviluppo di comportamenti opportunistici nonché di vere frodi a danno dei risparmiatori. Inoltre, come evidenziato in precedenza, nella maggior parte dei casi⁸⁹ i *crypto-assets* sono connotati da un'accentuata volatilità: il loro valore cioè è soggetto a forti variazioni anche nel breve periodo, così da rendere fortemente rischioso l'investimento e compromettendo le possibilità di disinvestimento nonché la relativa liquidità; la volatilità potrebbe inoltre, in un prossimo futuro, sollevare preoccupazioni sotto il profilo della stabilità finanziaria, anche in relazione ad un utilizzo su ampia scala dei *crypto-assets*. Si noti infine come l'assenza di meccanismi di tutela al livello pubblicistico non è bilanciata da efficaci strumenti di *enforcement* privati, in ragione delle difficoltà legate all'individuazione del soggetto responsabile nonché della giurisdizione competente⁹⁰.

Al tempo stesso, anche gli operatori del mercato dei *crypto-assets* si trovano a dover affrontare determinate criticità; in particolare, i rischi che possono emergere sono essenzialmente di natura legale ed operativa. Quanto a questi ultimi, l'offerta di *crypto-assets* si basa sul ricorso a tecnologie quali la *Distributed Ledger Technology* e la *blockchain*, con la conseguenza che eventuali malfunzionamenti o imprecisioni nei protocolli possono seriamente comprometterne il funzionamento. Per ciò che attiene il rischio legale, il fatto che le *ICOs* spesso si rivolgano ad una pluralità di giurisdizioni comporta per promotori ed emittenti un'attenta considerazione di quelle che sono le discipline potenzialmente applicabili all'operazione.

A conclusione di quanto fin qui osservato, emerge la necessità di un quadro regolamentare che, pur tenendo in considerazione il carattere innovativo del fenomeno, introduca previsioni al fine di mitigare i rischi relativi ai *crypto-assets* e alle connesse offerte sui mercati, garantendo così una tutela ai vari partecipanti alle

persists after the ICO: we could find information on actual subscriptions (i.e. on how much money participants invested in the project) in only 55.03% of our sample"

⁸⁹ Come osservato in precedenza, gli *stablecoin* sono caratterizzati da un valore stabile in quanto vincolati a risorse solide o meno volatili, quali una moneta fiat (euro, dollaro statunitense, etc.), o materiali (come l'oro), e di conseguenza non presentano l'elevata volatilità e la discontinuità nella formazione del prezzo che caratterizza normalmente la categoria dei *crypto-assets*

⁹⁰ Si tratta inevitabilmente di una difficoltà legata alla natura decentralizzata della *DLT* e della *blockchain*

operazioni, investitori *in primis*. Nei prossimi capitoli verranno illustrati i principali interventi regolamentari sia al livello nazionale che degli altri Paesi, per procedere infine alla trattazione della “*Digital Finance Strategy*” della Commissione Europea, che si prefigge di disciplinare in maniera completa il fenomeno delle crypto-attività.

CAPITOLO SECONDO – PROFILI GIURIDICI E INTERVENTI REGOLATORI

SOMMARIO: *1. Gli approcci regolamentari: una panoramica generale – 2. Il punto di vista dell’ordinamento italiano: categorie giuridiche esistenti e interventi regolatori – 2.1 Un preventivo esercizio definitorio: correlazione tra crypto-assets, strumenti finanziari e prodotti finanziari – 2.2. La proposta di un regime ad hoc – 3. Il dibattito nel contesto UE: applicabilità della disciplina del mercato dei capitali e potential gaps – 3.1 Un possibile inquadramento delle ICOs e dei crypto-assets nella disciplina europea dei mercati finanziari – 3.2. Considerazioni finali e possibili soluzioni di policy – 4. Una disamina delle principali iniziative al livello internazionale – 4.1. L’esperienza degli Stati Uniti: “Howey Test” e le vicende “DAO” e “Munchee” – 4.2. La casistica dell’Unione europea: dal “Virtual Financial Asset Act” della Repubblica di Malta al “Loi PACTE” francese – 5. Considerazioni conclusive: tecniche di regolamentazione e rischio di frammentazione*

1. Gli approcci regolamentari: una panoramica generale

Come già evidenziato nel primo capitolo, la portata innovativa del *FinTech* ha inevitabilmente attirato l'attenzione delle autorità di vigilanza e degli organismi internazionali verso tale fenomeno. L'innovazione tecnologica, che sta interessando in misura sempre crescente il settore finanziario, pone infatti in discussione le regole tradizionali, pensate in epoca predigitale e non più adeguate a gestire le opportunità ed i rischi connessi al fenomeno *FinTech*⁹¹. Ciò ha comportato l'adozione di una pluralità di approcci regolamentari, tanto da parte delle istituzioni europee quanto dalle autorità di vigilanza nazionali, con soluzioni spesso diverse tra loro in relazione al medesimo fenomeno innovativo (*crypto-assets* ad esempio). Più in particolare, è ormai generalmente condivisa nel panorama finanziario la seguente classificazione, che suddivide gli approcci regolamentari sino ad oggi adottati in tre macro-categorie: “*wait and see*”, “*same business, same risks, same rules*”, “*new functionality, new rules*”⁹².

In base al primo approccio, “*wait and see*”, non viene previsto alcun intervento iniziale né l'introduzione di nuove regole, ma ci si limita all'attenta osservazione del fenomeno innovativo fino a quando questo non si sia ampiamente diffuso ovvero non presenti rischi particolarmente rilevanti per il settore finanziario. Una simile impostazione non esclude di per sé l'adozione, da parte delle autorità competenti, di comunicazioni e *warnings* rivolti al mercato relativamente ai rischi connessi ai nuovi prodotti oggetto di osservazione, così come dimostrato dalla recente prassi nazionale ed europea⁹³. Trattasi comunque di un approccio per lo più adottato nella fase iniziale di sviluppo del nuovo prodotto o servizio; molti regolatori sono inizialmente ricorsi a tale modello proprio al fine di non scoraggiare lo sviluppo di innovazioni tecnologiche, prima di cimentarsi nella ricerca di una soluzione normativa efficace.

⁹¹ Barbagallo C., *Ruolo dell'Autorità di Vigilanza in un mercato che cambia*, Associazione dei docenti di economia degli intermediari e dei mercati finanziari e finanza d'impresa, Convegno invernale, 2019, pg. 10

⁹² Amstad M., *Regulating FinTech: Objectives, Principles, and Practises*, ADBI Working Paper Series, No. 1016, 2019, pg. 8

⁹³ Si veda al riguardo: Consob e Banca D'Italia, *Comunicato Stampa. Consob e Banca D'Italia mettono in guardia sui rischi insiti nelle cripto-attività*, Roma, 2021; EBA, ESMA, EIOPA, *Crypto-assets: ESAs remind consumer about risks*, 2021

Tuttavia, l'idea secondo cui uno sviluppo del mercato senza una disciplina applicabile possa supportare l'innovazione ha mostrato ben presto i suoi limiti. Innanzitutto, è stato osservato come l'assenza di una regolamentazione del fenomeno avrebbe potuto lasciare gli investitori privi di adeguati strumenti di tutela, danneggiando così in ultima analisi la fiducia nel sistema finanziario. In secondo luogo è stato rilevato come, posto che i processi di innovazione e trasformazione digitale sono avviati sia da operatori esistenti (regolamentati e controllati), sia da nuovi soggetti (non sempre sottoposti allo stesso livello di regolamentazione e vigilanza di quelli 'tradizionali'), l'assenza di qualsivoglia regolamentazione per i nuovi *players* non solo si stava dimostrando non equa, ma poteva addirittura dar luogo a fenomeni di arbitraggio regolamentare in assenza di una altrettanto adeguata supervisione. Infine, si è osservato che l'assenza di una regolamentazione poteva scoraggiare i consumatori e gli investitori dall'utilizzo dei servizi e prodotti forniti dai nuovi operatori del mercato⁹⁴.

In termini molto diversi si pone il secondo approccio individuato in precedenza, "*same business, same risks, same rules*", il quale si basa sull'applicazione ad una nuova attività delle stesse regole e principi previsti per un'attività già regolamentata, qualora queste abbiano in comune le medesime caratteristiche e rischi; in questo modo viene garantita una parità di trattamento a nuovi e vecchi operatori, evitando altresì possibili fenomeni di arbitraggio regolamentare sfavorevoli per i soggetti già presenti sul mercato. Inoltre, disciplinando la funzione, piuttosto che lo strumento, l'istituzione, o la piattaforma, le innovazioni *FinTech* possono essere incluse all'interno del perimetro normativo già esistente senza la necessità di una disciplina *ad hoc*. Il principio cardine che sta alla base di tale impostazione è quello c.d. "*technology neutral*" della regolamentazione e supervisione finanziaria, cosicché non sia pregiudicato alcun tipo di tecnologia o di operatore⁹⁵; di conseguenza, la nuova legislazione o le nuove

⁹⁴ Consob, *La portabilità dei dati in ambito finanziario*, Quaderno FinTech, 2021, pg. 41

⁹⁵ Si noti come un simile approccio è stato di recente condiviso e adottato dal ROFIEG, *Expert Group on Regulatory Obstacles to Financial Innovation*, nell'ambito del suo *report* intitolato "le 30 Raccomandazioni", che rappresenta il prodotto della ricerca svolta al fine di individuare le strade da perseguire per creare un quadro europeo che soddisfi le esigenze innovative nell'offerta di servizi finanziari basati su nuove tecnologie

misure regolamentari dovrebbero essere basate su principi e riferirsi ad attività, non a prodotti o soggetti. Ciò nondimeno, un simile approccio potrebbe non tenere debitamente in considerazione le peculiarità connesse alle nuove attività finanziarie, in particolare per quel che concerne la loro componente tecnologica ed i rischi connessi, con la conseguenza che l'applicazione delle stesse regole possa risultare inadeguata.

Anche alla luce di tali considerazioni, il terzo approccio possibile, “*new functionality, new rules*”, accertata in determinati casi l'inadeguatezza della regolamentazione vigente, consentirebbe la valorizzazione del carattere innovativo del *FinTech* e al tempo stesso un adeguato controllo del fenomeno attraverso l'introduzione di regole nuove e diverse che riflettano tali profili. Si noti poi come gli interventi in questione possono variare di intensità ed ampiezza, spaziandosi da approcci *market-friendly* al fenomeno innovativo, fino a veri e propri divieti imposti in più giurisdizioni⁹⁶. Tuttavia, anche in ragione della velocità di sviluppo delle nuove tecnologie alla base dei servizi offerti, è stato osservato come una simile strategia dovrebbe mirare il più possibile ad una regolamentazione proporzionata e flessibile, al fine di non risultare obsoleta nel breve tempo, potendo così essere in grado di cogliere pienamente le innovazioni tecnologiche in corso.

È opportuno sottolineare come gli approcci regolamentari sopra descritti non sono da considerarsi alternativi tra loro, potendo questi essere utilizzati in modo complementare in base all'evoluzione del fenomeno oggetto di osservazione. A comprova di ciò può risultare utile fare riferimento a quanto verificatosi in relazione allo sviluppo dei *crypto-assets* nel settore finanziario. Difatti, in un primo momento le istituzioni competenti si sono limitate ad osservare attentamente il fenomeno in questione, evidenziando i principali rischi a cui potevano essere esposti investitori e consumatori; successivamente, in relazione alla crescente diffusione delle cripto-attività, le autorità si sono cimentate nel valutare l'applicabilità della normativa esistente a tali attività, nonché la possibilità di ricondurre queste ultime a categorie giuridiche di servizi o prodotti già regolamentati. Da ultimo, e in particolare a livello europeo, si è passati all'introduzione di un regime *ad hoc* in grado di

⁹⁶ Ferrais L., *Le Initial Coin Offering: fattispecie in cerca di autore*, in Paracampo M. T., *Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Secondo volume, Torino, Giappichelli Editore, 2019, pg. 296

rispondere alle peculiarità proprie dei *crypto-assets* (la c.d. *Digital Finance Strategy* promossa dalla Commissione europea, di cui fanno parte le proposte concernenti il Regolamento MiCAR e il DLT Pilot Regime)⁹⁷.

Nel prosieguo di tale capitolo saranno oggetto di trattazione i principali interventi che hanno interessato il settore delle cripto-attività, tanto a livello nazionale (Consob), quanto nei diversi paesi europei ed extra-europei; saranno inoltre oggetto di approfondimento le iniziative assunte dalle istituzioni europee (ESMA). Tale analisi non può non estendersi ai diversi profili giuridici che assumono rilevanza in relazione alla fattispecie in esame. Risulta tuttavia necessario precisare come il contesto in questione è stato recentemente innovato in forza della *Digital Finance Strategy* della Commissione europea, che mira ad introdurre un regime armonizzato al livello comunitario per il mercato dei *crypto-assets*, e che sarà analizzato nel successivo capitolo.

2. Il punto di vista dell'ordinamento italiano: categorie giuridiche esistenti e interventi regolatori

Nell'ordinamento nazionale il tema delle cripto-attività e delle offerte iniziali è stato oggetto di crescente attenzione da parte delle autorità di vigilanza, ed in particolare della Consob, in ragione degli elementi di affinità che tali attività presentano con le offerte pubbliche di strumenti e prodotti finanziari, nonché per le analogie tra la rappresentazione di rapporti giuridici nei *token* ed il meccanismo di creazione delle *securities*. Al riguardo, assume particolare rilevanza quanto evidenziato in precedenza in relazione agli approcci regolamentari adottati in tema di *crypto-assets*; difatti, in un primo momento la Commissione si è limitata all'attenta osservazione del fenomeno (c.d. approccio "*wait and see*"), emanando al tempo stesso pubblici *warnings*⁹⁸ volti a sensibilizzare i consumatori sui possibili

⁹⁷ Perrazzelli A., *Le iniziative regolamentari per il FinTech: a che punto siamo?*, Intervento al laboratorio di finanza digitale, Università degli studi della Calabria, 2021, pg. 3

⁹⁸ Si veda da ultimo la comunicazione congiunta di Consob e Banca D'Italia in cui viene richiamata l'attenzione dei piccoli risparmiatori sugli elevati rischi connessi ai *crypto-assets*, potendo comportare anche una perdita integrale delle somme investite. Il comunicato risulta giustificato dall'attesa per l'entrata in vigore della proposta di un regolamento europeo per il mercato dei *crypto-assets* (c.d. MiCAR), il cui negoziato è tutt'ora in corso. Consob e Banca D'Italia, *Comunicato*

rischi derivanti da tali attività non regolamentate, e vietando altresì in più occasioni⁹⁹ l'offerta, in Italia, di servizi inerenti ai *crypto-assets*, per violazione della disciplina ritenuta applicabile. Successivamente, e similmente a quanto avvenuto in altre giurisdizioni, la Consob è tornata ad occuparsi dell'argomento mediante l'avvio, il 19 marzo 2019, di una consultazione pubblica¹⁰⁰ sul tema delle offerte iniziali e degli scambi di cripto-attività, a cui è seguita la pubblicazione il 2 gennaio 2020 del Rapporto finale¹⁰¹ che, pur non avendo alcuna efficacia cogente, si presenta come una proposta al legislatore per una normativa *ad hoc* per quei *crypto-assets* non riconducibili alla categoria degli strumenti finanziari (c.d. approccio "*new functionality, new rules*"). Giova sottolineare fin da subito come l'intervento in questione risulta fondato su una volontà "agevolatrice" del fenomeno, prevedendo un regime in deroga alla disciplina dei prodotti finanziari, che troverebbe altrimenti applicazione al ricorrere degli elementi tipici della fattispecie.

Prima di procedere all'analisi dell'intervento regolamentare della Commissione, sembra opportuno affrontare il tema pregiudiziale della qualificazione delle cripto-attività alla luce delle categorie giuridiche esistenti, a livello europeo e nazionale, di strumento finanziario e prodotto finanziario.

2.1 Un preventivo esercizio definitorio: correlazione tra *crypto-assets*, strumenti finanziari e prodotti finanziari

Il primo punto di interesse che rileva nella regolamentazione dei *crypto-assets*, giustamente sottolineato dalla stessa Commissione, attiene alla loro qualificazione giuridica, e dunque al rapporto tra fattispecie concreta e quadro ordinamentale esistente; ciò in quanto i *crypto-assets* non si collocano in un'area del tutto priva di regolamentazione, potendo venire in considerazione, a seconda dei casi, tanto la disciplina europea in tema di strumenti finanziari quanto quella domestica relativa ai prodotti finanziari. Risulta quindi necessario affrontare *in*

Stampa. Consob e Banca D'Italia mettono in guardia sui rischi insiti nelle cripto-attività, Roma, 2021

⁹⁹ Si fa riferimento in particolare alle seguenti delibere: Delibera n. 19968/2017 del 20 aprile 2017; Delibera n. 2027/2017 del 6 dicembre 2017

¹⁰⁰ Consob, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività. Documento per la discussione*, 2019

¹⁰¹ Consob, *Rapporto finale sulle offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, 2020

primis tali aspetti definitivi per poter procedere poi all'esposizione dell'approccio della Consob, la quale si prefigge la creazione di una categoria *ad hoc*, al di fuori del perimetro degli strumenti finanziari delineato dal legislatore europeo¹⁰².

Come evidenziato sopra, viene in rilievo innanzitutto la disciplina comunitaria in tema di strumenti finanziari, contenuta nelle disposizioni della MIFID II e recepita al livello nazionale nel TUF, nell'ambito della quale il legislatore europeo, diversamente dall'impostazione tipica del legislatore nazionale, non ha elaborato una definizione generale di strumento finanziario, prediligendo piuttosto un'elencazione¹⁰³, il più possibile esaustiva, di tutti gli strumenti qualificabili come tali. Tale catalogo risulta richiamato dalla Commissione stessa, in quanto consente un giudizio di comparabilità per

¹⁰² Così il Documento: "chiarito che trattasi di un esercizio definitorio che viene condotto al di fuori del perimetro degli strumenti finanziari e dei prodotti di investimento (PRIIP, PRIP e IBIP), disegnato dal legislatore UE"

¹⁰³ MIFID II, Allegato I Sezione C: "(1) Valori mobiliari.(2) Strumenti del mercato monetario.(3) Quote di un organismo di investimento collettivo.(4) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, quote di emissione o altri strumenti finanziari derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti.(5) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward»), e altri contratti su strumenti derivati connessi a merci quando l'esecuzione deve avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in contanti a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto.(6) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» ed altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che possono essere regolati con consegna fisica purché negoziati su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, eccettuati i prodotti energetici all'ingrosso negoziati in un sistema organizzato di negoziazione che devono essere regolati con consegna fisica.(7) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») e altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che non possono essere eseguiti in modi diversi da quelli indicati al numero 6, che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati.(8) Strumenti finanziari derivati per il trasferimento del rischio di credito.(9) Contratti finanziari differenziali.(10) Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti su strumenti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, quando l'esecuzione avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti su strumenti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, non altrimenti indicati nella presente sezione, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione.(11) Quote di emissioni che consistono di qualsiasi unità riconosciuta conforme ai requisiti della direttiva 2003/87/CE (sistema per lo scambio di emissioni)."

individuare le ipotesi in cui le caratteristiche di un *crypto-asset* (nonché della connessa operatività) facciano emergere una stringente analogia con gli elementi che tipicamente contraddistinguono, secondo il legislatore europeo, le categorie di strumenti finanziari, tanto da poter essere classificabile come *security token* (anche noto come *investment token*). Ne consegue che, qualora un *crypto-asset* sia qualificabile come *security token*, in quanto presenta le caratteristiche proprie degli strumenti finanziari in base alla normativa europea, troveranno applicazione le disposizioni già stabilite per questi ultimi (servizi di investimento, prospetto informativo, *short selling*, etc.) senza deroga alcuna. In ossequio al principio di *technology neutrality*, nonché alla sovraordinata competenza europea, la Consob non ha infatti ritenuto di intervenire per adattare la disciplina esistente alle peculiarità proprie dei *crypto-assets*. Sull'adattamento della normativa sugli strumenti finanziari alle caratteristiche tipiche dei *crypto-assets* si è invece concentrata l'ESMA in un apposito *advice*¹⁰⁴, come verrà meglio analizzato più avanti.

Va tuttavia sottolineato come, in linea con quanto emerge dalle osservazioni pervenute in esito alla consultazione, l'assenza di qualsivoglia criterio interpretativo o chiarificatore da parte della Consob rende di fatto complesso per gli operatori l'accertamento, *case by case*, circa l'applicabilità delle disposizioni della MIFID II e del TUF, anche alla luce delle peculiarità proprie del fenomeno¹⁰⁵ (si pensi in particolare agli *hybrid token* che, come osservato in precedenza, si presentano come una combinazione di caratteristiche afferenti a tipologie diverse di *crypto-assets*). Al riguardo, molti dei soggetti rispondenti hanno auspicato l'introduzione di criteri ermeneutici aggiuntivi oppure di un'analisi casistica; tuttavia la Consob nel suo Rapporto finale ha ribadito come la nozione di strumento finanziario è contenuta in apposita normativa europea di armonizzazione, sovraordinata nella gerarchia delle fonti, che postula una regolamentazione omogenea e che pertanto non può essere integrata al livello nazionale, anche indirettamente, con criteri definitivi aggiuntivi¹⁰⁶. Si noti infine come identiche

¹⁰⁴ ESMA, Advice. *Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 2019

¹⁰⁵ Carriere P., *Possibili approcci regolatori al fenomeno dei crypto-asset*; note a margine del documento di consultazione della Consob, *Rivista di diritto bancario*, 2019, pg. 12

¹⁰⁶ Consob, *Rapporto finale sulle offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, 2020, pg. 2

valutazioni siano state avanzate dall'Autorità in relazione ai prodotti di investimento che, come noto, formano anch'essi oggetto di disposizioni comunitarie di armonizzazione.

Ciò nondimeno, è possibile innanzitutto sottolineare quelle che sono le caratteristiche, rinvenibili dalle disposizioni della MIFID II, utili per poter qualificare un *crypto-asset* come strumento finanziario. In particolare, dalla nozione di strumento finanziario, così come impostata dal legislatore europeo, rileva quale elemento centrale quello della negoziabilità, inteso come idoneità dello strumento ad essere oggetto di transazione; la negoziabilità implicherebbe a sua volta la trasferibilità dello strumento nonché la sua standardizzazione (ovvero il fatto che gli strumenti sono fungibili, garantendo le stesse utilità e diritti)¹⁰⁷. Tuttavia, come giustamente osservato da più parti, la sussistenza delle tre qualità sopra menzionate non basterebbe a classificare un *crypto-asset* come strumento finanziario ai sensi della disciplina comunitaria, essendo altresì necessario che questo presenti caratteristiche equiparabili ad uno degli esempi contenuti nella elencazione MIFID II¹⁰⁸. Tale raffronto, se può risultare relativamente agevole per i *crypto-assets* chiaramente definiti nella loro struttura, per i quali emerge la relativa finalità di investimento, si presenta invece particolarmente complesso per le forme ibride (*hybrid token*), laddove ad esempio all'elemento di investimento si accompagna una chiara componente di utilità.

In questi casi, è allora possibile ricorrere ad ulteriori elementi scriminanti, evidenziati dalla dottrina, che potrebbero risultare utili nell'analisi *case-by-case* da parte degli operatori. Un primo elemento in tal senso potrebbe essere rappresentato dall'aspettativa di flussi di cassa futuri prodotti dal progetto che è stato finanziato; questo, infatti, potrebbe consistere in un indicatore di finanziarietà sufficientemente preciso che, congiuntamente ad altri elementi, potrebbe giustificare la qualificazione di un *crypto-asset* come strumento finanziario. In aggiunta, focalizzandosi sulle modalità e le condizioni dell'offerta, si potrebbe parlare di

¹⁰⁷ Ferrais L., *Le Initial Coin Offering: fattispecie in cerca di autore*, in Paracampo M. T., *Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Secondo volume, Torino, Giappichelli Editore, 2019, pg. 286

¹⁰⁸ Hacker P. e Thomale C., *Crypto-securities regulation: ICOs, token sales and cryptocurrencies under EU financial law*, 2018, pg. 25

strumenti finanziari qualora il *crypto-asset* venga pubblicizzato come investimento finanziario a cui sono associati determinati ritorni economici. Infine, potrebbe assumere particolare rilevanza il ricorso, al momento dell'offerta, ad una *trading venue*; difatti, se una cripto-attività viene negoziata in una sede di negoziazione riconosciuta ai sensi della direttiva europea, risulterebbe giustificata la sua qualificazione alla stregua di uno strumento finanziario¹⁰⁹.

Esaminata la relazione tra *crypto-assets* e strumenti finanziari, risulta necessario effettuare un secondo passaggio qualificatorio, relativamente alla nozione domestica di prodotto finanziario contenuta nel Testo Unico della Finanza; quest'ultima costituisce il necessario presupposto per l'applicazione della disciplina sull'appello al pubblico risparmio, in particolar modo per ciò che concerne il prospetto informativo, l'attività pubblicitaria, e gli obblighi di trasparenza e correttezza verso gli investitori. Sconosciuta al livello europeo, l'articolo 1, lettera u) del TUF, definisce tale categoria come quella in cui sono ricompresi gli "strumenti finanziari", e "ogni altra forma di investimento di natura finanziaria", comprendendo quindi ogni relazione giuridica in cui sia presente una finalità finanziaria¹¹⁰; si tratterebbe quindi, secondo un sistema definito a "cerchi concentrici", di una macro-categoria in cui sono inclusi a loro volta gli strumenti finanziari, secondo un rapporto *species a genus*.

Diversamente dall'approccio seguito dal legislatore europeo, nel nostro ordinamento la categoria dei prodotti finanziari è stata coniata attraverso la citata definizione aperta che, per poter essere delineata con precisione, richiede due diversi passaggi: *in primis* è necessario individuare gli "strumenti finanziari" attraverso l'elencazione chiusa fornita dalla norma e, successivamente, "le altre forme di investimento di natura finanziaria"¹¹¹, conformemente all'impostazione seguita di recente dalla Commissione proprio in relazione a schemi negoziali aventi ad oggetto *crypto-assets*¹¹².

¹⁰⁹ Annunziata F., "Speak, If You Can: What Are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings", 2020, pg. 150

¹¹⁰ Ad esclusione dei depositi bancari e postali non rappresentati da strumenti finanziari

¹¹¹ Carriere P., *Possibili approcci regolatori al fenomeno dei crypto-asset*; note a margine del documento di consultazione della Consob, Rivista di diritto bancario, 2019, pg. 14

¹¹² Si vedano al riguardo le seguenti delibere della Consob: Delibera n. 20660 del 31 ottobre 2018, e Delibera n. 20786 del 22 gennaio 2019, relativamente al recente caso "TOGACOIN"

Secondo la consolidata dottrina specialistica, la locuzione “altre forme di investimento di natura finanziaria” ricomprende tutte quelle forme di impiego di capitale con l’aspettativa di un rendimento, il cui conseguimento non sia influenzabile in modo determinante dall’investitore, e che comportino l’assunzione di un rischio di natura finanziaria¹¹³. Conformemente, anche la Consob è intervenuta in più occasioni¹¹⁴ sul carattere di “finanziarietà” dell’investimento, enucleando le seguenti caratteristiche: l’impiego di capitale, l’aspettativa di un rendimento ed il rischio connesso; come verrà esposto meglio successivamente, gli elementi così definiti dalla Consob presentano diversi punti di analogia con quelli individuati nel *leading case* statunitense *SEC v. W.J. Howey co.*. Il carattere della “finanziarietà” esclude dal perimetro tutti quegli investimenti che presentino finalità diverse, di consumo ad esempio, o consistenti nell’acquisto di beni materiali; anche in tali ipotesi l’acquisto potrebbe essere motivato dalla ricerca di profitto, tuttavia ciò non può essere considerato sufficiente per integrare l’elemento di finanziarietà. Parimenti, è stata esclusa la presenza di un rendimento di natura finanziaria qualora all’investimento risulti connesso un risultato economico derivante dalla rivalutazione di un bene in base all’andamento del mercato di settore, al pari di quanto può accadere per altri “beni rifugio”¹¹⁵.

Anche la giurisprudenza ha avuto modo di esprimersi, in modo conforme all’orientamento dell’autorità di vigilanza, sul carattere finanziario dell’investimento, sottolineando come “*l’investimento di natura finanziaria comprende ogni conferimento di una somma di denaro da parte del risparmiatore con un’aspettativa di profitto o di remunerazione, vale a dire di attesa di utilità a fronte delle disponibilità investite nell’intervallo determinato da un orizzonte temporale, e con un rischio*”; inoltre, in relazione al rischio collegato all’investimento, la Cassazione ha osservato come “*poiché anche il ‘rischio emittente’ è incluso nell’alea assunta dall’investitore mediante l’investimento, ai*

¹¹³ Carriere P., *Le “criptovalute” sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di “strumenti finanziari”, “valori mobiliari” e “prodotti finanziari”*; tra tradizione e innovazione, in *Rivista di Diritto Bancario*, n. 2/2019, pg. 35

¹¹⁴ Delibere 13 febbraio 2004 n. 14422, 10 dicembre 2003 n. 14347, 3 giugno 2003 n. 14110, 22 gennaio 2002 n. 13423, e Comunicazioni 19 dicembre 2003 n. DEM/3082035 e 12 aprile 2001 n. DEM/1027182

¹¹⁵ Consob, comunicazione n. DIS/99006197 del 28.1.99

fini della configurabilità della presenza di un prodotto finanziario, con la correlata applicazione della disciplina in materia di sollecitazione, è sufficiente che sussista l'incertezza in merito - non all'entità della prestazione dovuta o al momento in cui questa sarà erogata - bensì alla capacità stessa dell'emittente di restituire il tantundem, con la maggiorazione promessa”¹¹⁶.

Alla luce dell’orientamento costante in materia, la prevalenza del godimento di un servizio o bene, rispetto all’attesa di un rendimento finanziario, ha costituito il principale *discrimen* al fine di valutare se alla fattispecie concreta risulti applicabile la disciplina dei prodotti finanziari. Tuttavia, proprio tale caratteristica potrebbe risultare di difficile accertamento in determinati casi, in relazione alle peculiarità proprie di determinati negozi e schemi negoziali. Ciò nondimeno, attraverso il richiamo agli orientamenti della Consob, di recente confermati anche dalla giurisprudenza della Suprema Corte¹¹⁷, è possibile estrapolare un percorso logico più sviluppato, per quanto attiene al carattere di “finanziarietà” dell’investimento. Conformemente a tali elaborazioni, è il carattere intrinsecamente finanziario dell’investimento a definire il prodotto finanziario, non la natura o il tipo di contratto impiegato. Ciò che rileva quindi, ai fini della qualificazione come “investimento di tipo finanziario” ovvero come “bene suscettibile di godimento”, è la finalità complessiva dell’operazione posta in essere nonché le prospettive proposte agli investitori¹¹⁸.

2.2 La proposta di un regime *ad hoc*

Prima di procedere all’analisi della proposta formulata dalla Consob, giova sottolineare come il documento in questione si presenti senza dubbio come un innovativo esempio di *better regulation*, discostandosi dalle tipiche consultazioni predisposte dalle autorità nazionali ai fini dell’emanazione della normativa

¹¹⁶ Cass. Civ., sez. II, 05.02.2013, n. 2736

¹¹⁷ Cass. civ. Sez. II, 12.3.2018, n. 5911 avverso il decreto n. 4027/2014 della Corte d’appello di Napoli, depositato il 29 agosto 2014, avente ad oggetto un articolato schema negoziale relativo ad “opere d’arte” che origina dal provvedimento sanzionatorio adottato da Consob con Delibera n. 18443 del 17 gennaio 2013

¹¹⁸ Carriere P., *Le “criptovalute” sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di “strumenti finanziari”, “valori mobiliari” e “prodotti finanziari”*; tra tradizione e innovazione, in *Rivista di Diritto Bancario*, n. 2/2019, pg. 39

secondaria, riprendendo piuttosto elementi tipici dei documenti delle *authorities* europee (le ESAs ad esempio), al fine di ottenere il punto di vista degli esperti del settore e degli operatori del mercato su nuove tematiche. Tramite tale strategia normativa le autorità possono infatti avvalersi di uno strumento di “istruttoria legislativa”, di particolare rilevanza in relazione a novità particolarmente complesse come quelle afferenti al fenomeno *FinTech*¹¹⁹. Per quanto attiene al merito dell'intervento, la Commissione propone di tipizzare le cripto-attività quale categoria *ad hoc*, in cui poter far rientrare tanto quei *crypto-assets* che non siano prodotti finanziari, quanto quelli qualificabili in questi termini; non sono inclusi invece, come già sottolineato in precedenza, quei *crypto-assets* classificabili alla stregua di strumenti finanziari, in quanto soggetti alla relativa disciplina di matrice europea. In sostanza la Consob, diversamente dall'ESMA che si focalizza sull'applicazione e adeguamento della disciplina esistente al fenomeno dei *crypto-assets*, ragiona in un'ottica opposta non riconducendo la fattispecie alle categorie giuridiche esistenti, quanto piuttosto introducendo una categoria del tutto autonoma. Al riguardo, data la continua evoluzione del quadro europeo e l'assenza, al momento dell'intervento, di una definizione di *crypto-asset* univoca e generalmente accettata, le cripto-attività vengono identificate nei seguenti termini “attività diverse dagli strumenti finanziari di cui all'art. 1 comma 2 TUF e da prodotti di investimento di cui al comma 1, lettere w-bis.1, w-bis.2 e w-bis.3, consistenti nella rappresentazione digitale di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali, emesse, conservate e trasferite mediante tecnologie basate su registri distribuiti, nonché negoziate o destinate a essere negoziate in uno o più sistemi di scambi”¹²⁰; da tale definizione è possibile dedurre gli elementi considerati come essenziali dalla Commissione, ossia: operatività tramite *DLT*; riferimento ad un progetto imprenditoriale sottostante; possibilità di negoziazione.

Innanzitutto, per quanto attiene alla matrice tecnologica, viene chiarito nel Rapporto finale come la regolamentazione riguarderà tutte quelle offerte iniziali che si basano sull'utilizzo della tecnologia *DLT*, senza tuttavia operare alcuna distinzione in merito alla *governance* della tecnologica ed includendo tanto le

¹¹⁹ Sciarrone Alibrandi A., *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività: il nuovo approccio regolatorio della Consob*, Rivista di diritto bancario, 2019, pg. 1

¹²⁰ Consob, *Rapporto finale sulle offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, 2020, pg. 6

blockchain permissioned quanto quelle *permissionless*, nonché i sistemi decentralizzati; ciò al fine di assecondare il più possibile l'evoluzione del mercato¹²¹.

Passando all'ambito oggettivo dell'intervento regolatorio, la Commissione fa riferimento agli investimenti aventi caratteristiche di "finanziarietà", in forma di *token*, che incorporano un diritto ad una prestazione futura, potendo questa consistere nella possibilità di utilizzo di un bene o servizio che l'emittente promette di realizzare, e da cui l'investitore si aspetta di realizzare un provento in relazione alla possibilità di negoziazione di tali *token* (trattasi di una forma ibrida di *utility token*, in cui alla componente di utilità si affianca l'elemento di investimento); di conseguenza, vengono invece esclusi dal perimetro dell'intervento quelle operazioni di tokenizzazione di diritti relativi al trasferimento di beni mobili o immobili, in quanto non ancorate ad un progetto imprenditoriale, e non comportando quindi la promessa di un bene o servizio da realizzare¹²². Risulta pertanto necessaria la sussistenza di un progetto imprenditoriale sottostante, da intendersi in senso lato, in quanto la Consob, diversamente da alcune osservazioni pervenute, non ritiene di vincolare la futura disciplina a definizioni precostituite, potendosi trattare perciò di progetti sia in stato embrionale che avanzato.

L'ultimo elemento su cui si basa la disciplina proposta è quello della negoziabilità, ragione per cui la destinazione dei *crypto-assets* alla negoziazione dovrà sussistere sin dal lancio dell'operazione tramite *white paper*, chiarendo sia le piattaforme di *exchanges* in cui i *tokens* saranno negoziabili, sia gli accordi raggiunti tra promotore dell'offerta e gestori di tali piattaforme; queste ultime potranno avere sede sia all'estero che in Italia, a condizione che siano soggette ad un regime comparabile a quello italiano¹²³.

Chiariti tali aspetti definitivi, risulta necessario evidenziare come la Consob prevede l'applicazione una disciplina speciale, derogatoria rispetto a quella tradizionale rappresentata dal prospetto e dall'offerta a distanza, che consente "di

¹²¹ Bruno S., *La raccolta del risparmio mediante emissione di cripto-attività: le Initial Coin Offering*, in Cassano G. e Di Ciommo F. e Rubino De Ritis M., *Banche, Intermediari e Fintech: i nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*. Milano, Giuffrè editore, 2021, pg. 283

¹²² Consob, *Rapporto finale sulle offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, 2020, pg. 4

¹²³ Consob, *Rapporto finale sulle offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, 2020, pg. 5

*affrontare la materia tenendo conto delle sue peculiarità, evitando quindi ai promotori dell'iniziativa (emittente/offrente/proponente) (...) di essere soggetti, al ricorrere degli elementi caratterizzanti la nozione di prodotto finanziario (inteso quale investimento di natura finanziaria diverso dallo strumento finanziario), alla disciplina stabilita a livello nazionale per questi ultimi (in materia di prospetto e offerta a distanza)''¹²⁴; inoltre, secondo la Commissione, un simile approccio consentirebbe di “contenere l'onere di condurre (da parte sia del mercato sia dell'autorità) un'analisi case-by-case volta all'individuazione della sussistenza (o meno) delle caratteristiche del prodotto finanziario”. L'applicazione di siffatto regime avverrebbe secondo una logica *opt-in*, ovvero attribuendo agli operatori del mercato la facoltà di scelta circa il canale da seguire (regolamentato o meno); tale regime costituisce un punto di equilibrio fra l'esigenza di non ostacolare l'innovatività dell'industria finanziaria, e quella di includere in un'area regolamentata fenomeni innovativi, introducendo così forme di incentivo disciplinare senza tuttavia creare una vera e propria riserva di attività¹²⁵. Tale approccio costituisce inoltre un *trend* particolarmente diffuso al livello europeo, specie per la regolamentazione di fenomeni innovativi come quelli afferenti al *FinTech*¹²⁶.*

La possibilità per gli operatori di avvalersi del regime di *opt-in* risulta subordinata dalla circostanza che “*siano impiegate piattaforme dedicate e vigilate dalla Consob*”; dal Documento in esame emerge in particolare il riferimento tanto alle piattaforme di offerta o emissione, quanto a quelle relative alla negoziazione o a sistemi di scambio a cui si faccia ricorso “*in stretto collegamento con le offerte (in fase di primario) che sono state condotte per il tramite di piattaforme dedicate e regolamentate*”. In mancanza di tale scelta facoltativa, agli operatori sarebbe comunque consentito di procedere all'offerta di crypto-attività, risultando tuttavia sottoposti alla relativa disciplina in materia di prodotti finanziari, qualora ricorrano

¹²⁴ Consob, *Le offerte iniziali e gli scambi di crypto-attività. Documento per la discussione*, 2019, pg. 7

¹²⁵ Sciarrone Alibrandi A., *Offerte iniziali e scambi di crypto-attività: il nuovo approccio regolatorio della Consob*, Rivista di diritto bancario, 2019, pg. 1

¹²⁶ Si veda al riguardo la recente Proposta di regolamento in tema di European Crowdfunding Service Providers – ECSP –, tutta costruita attorno a un regime di *opt-in*

gli elementi qualificanti la fattispecie¹²⁷. Per quanto attiene invece quei *token* non riconducibili alla categoria dei prodotti finanziari, la possibilità per il promotore dell’iniziativa di avvalersi del meccanismo *opt-in* gli consentirebbe di rivolgersi agli investitori in un contesto regolamentato; in particolare, gli operatori in questo modo potrebbero beneficiare di un “marchio di qualità”, con una conseguente maggiore appetibilità e sicurezza sul mercato rispetto ad iniziative analoghe, in ragione della garanzia del presidio regolatorio. Ciò nondimeno, anche in tale ipotesi le offerte promosse al di fuori delle piattaforme regolate rimarrebbero comunque legittime, a condizione però che siano “*riconoscibili dalla generalità del pubblico come non assistite dalle stesse tutele approntate dal regime applicabile a quelle che, per volontà dell’emittente/offrente/proponente, accedano invece al circuito regolato*”¹²⁸.

Passando all’esame delle soluzioni oggetto dell’intervento regolamentare, è necessario sottolineare come queste siano improntate alla tutela degli investitori ed acquirenti, in ragione del fatto che la Consob è “*autorità deputata alla tutela degli investitori, conformemente ai poteri e alle attribuzioni che le sono conferiti dalla legge*”¹²⁹. Tali previsioni hanno ad oggetto tanto la fase dell’emissione, e quindi del mercato primario, quanto quella del mercato secondario, ossia della successiva negoziazione di *crypto-assets*, rappresentando quest’ultimo un aspetto generalmente inesplorato da parte di precedenti interventi regolamentari¹³⁰.

¹²⁷ In realtà, la natura *opt-in* della prefigurata opzione regolatoria appare solamente teorica; ciò in quanto appare oggi tecnicamente impercorribile e operativamente improponibile la scelta di affidare la fase di “promozione e collocamento/emissione” a intermediari “tradizionali” abilitati, come richiederebbe l’applicazione della disciplina ex. art. 32 TUF ove si ritenesse di non optare per il regime derogatorio. Difatti, la soluzione regolamentare proposta dalla Commissione appare come la sola efficacemente applicabile, intervenendo all’esterno del processo di “promozione e collocamento/emissione” – necessariamente disintermediato, decentralizzato e globalizzato sulle piattaforme blockchain – con riguardo alla fase dell’“offerta” che tecnicamente e giuridicamente appare distinta e distinguibile, affiancandosi al processo di promozione e collocamento/emissione, e identificandosi in quell’attività di sviluppo, gestione e controllo del portale on-line (il sito web) dedicato alla ICO

¹²⁸ Consob, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività. Documento per la discussione*, 2019, pg. 9

¹²⁹ Consob, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività. Documento per la discussione*, 2019, pg. 2

¹³⁰ De Mari M., *Prime ipotesi per una disciplina delle Initial Token Offerings (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di asset*, Orizzonti del Diritto Commerciale, n. 2/019, pg. 302

Relativamente al mercato primario, la Consob si focalizza anzitutto sui soggetti abilitati alla gestione delle piattaforme per l'offerta di cripto-attività di nuova emissione, rilevando come *“gli operatori meglio posizionati appaiono, in ambito domestico, i gestori di portali per la raccolta di capitali di rischio autorizzati ai sensi dell’art. 50-quinquies del d. lgs. N. 58 del 1998 (TUF) e la cui attività è disciplinata con il regolamento Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 (Regolamento Crowdfunding)”*¹³¹; tuttavia viene specificato come, al fine di non precludere lo sviluppo di modelli di *business* alternativi, l'attività di gestione delle suddette piattaforme è consentita anche a soggetti diversi, che intendano specializzarsi soltanto nel settore delle *Initial Coin Offerings*, a condizione che vengano soddisfatti requisiti analoghi a quelli previsti per i gestori di portali per le offerte di *crowdfunding*. Per quanto attiene ai soggetti che emettono cripto-attività, questi possono essere persone fisiche, società, o *networks* di sviluppatori di prodotti; inoltre, diversamente da quanto sottolineato da taluni rispondenti, la Commissione non intende prevedere requisiti patrimoniali o organizzativi per gli emittenti, ciò al fine di evitare oneri eccessivi in capo a tali soggetti. Piuttosto, maggiore importanza viene data agli obblighi di *disclosure* in capo all'emittente, essendo previsto: *“la pubblicazione di un documento iniziale per l’offerta con informazioni minime (sul modello dei diffusi White Paper) contenente elementi sull’operazione (utilità dei token, impegno delle risorse, rendimenti ecc.), sui crypto-assets (numero, valorizzazione, sistemi di incentivi, negoziabilità ecc.) e sulle piattaforme di exchanges su cui le cripto-attività saranno negoziate; la pubblicazione di aggiornamenti annuali del predetto documento; la pubblicazione di aggiornamenti straordinari del predetto documento iniziale, in occasione di eventi eccezionali idonei a mutare in forma rilevante l’iniziativa”*¹³². Infine, è previsto in capo al gestore della piattaforma l'obbligo di assicurare l'affidabilità tecnologica di quest'ultima, essendo altresì chiamato a definire regole per la negoziazione, assicurare il corretto funzionamento del sistema ed identificare i partecipanti alla piattaforma.

¹³¹ Consob, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività. Documento per la discussione*, 2019, pg. 8

¹³² Consob, *Rapporto finale sulle offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, 2020, pg. 9

Per ciò che concerne il mercato secondario, anche le piattaforme in cui vengono negoziate cripto-attività richiederebbero adeguati sistemi di controllo e regolamentazione; tuttavia, come già osservato in precedenza, anche tale fase risulta in linea con una logica *opt-in*, non prevedendo la Consob una riserva di attività per la gestione di tali sistemi di scambio. Di conseguenza, la gestione delle piattaforme di *exchange* rimarrebbe una libera attività di impresa, con la possibilità per gli operatori di richiedere l'iscrizione in un apposito albo, tenuto dalla Consob, che attesterebbe il rispetto di requisiti di carattere soggettivo stabiliti dalla Commissione, nonché l'impegno a seguire determinate regole di condotta¹³³.

Si noti infine come nell'intervento regolamentare proposto viene dato conto altresì dei servizi di custodia e trasferimento della titolarità di cripto-attività (*custodial wallet provider*), per i quali la Consob, accogliendo positivamente le osservazioni pervenute in esito alla consultazione, prevede, per gli operatori che decidessero di avvalersi del regime *opt-in*, l'istituzione di un apposito registro, indipendente rispetto ai sistemi di scambio di cripto-attività¹³⁴. Per quanto attiene ai requisiti applicabili a tali soggetti, vengono richiamati gli stessi già indicati per i sistemi di scambio di cripto-attività.

A conclusione dell'analisi in questione giova sottolineare come, conformemente con quanto osservato dalla dottrina specialistica, il carattere di flessibilità proprio dell'approccio adottato risulta particolarmente rispondente alle peculiarità del *FinTech*, che ha tra le ragioni alla base della sua diffusione anche quella di voler evitare il quadro di eccessiva rigidità e pesantezza che invece

¹³³ Le principali regole individuate nel Documento sono le seguenti: a) regole e procedure trasparenti e non discriminatore con riguardo allo svolgimento degli scambi, così come all'iniziale selezione delle cripto-attività, all'accesso al sistema e all'identificazione dei partecipanti al sistema stesso; b) procedure efficaci a garantire che al momento dell'avvio della negoziazione di una cripto-attività sul sistema siano state pubblicate informazioni aggiornate sulle cripto-attività, necessarie per i potenziali acquirenti/venditori; c) procedure per identificare e gestire i rischi ai quali è esposto il sistema; d) misure necessarie per favorire il regolamento efficiente delle operazioni di negoziazione condotte nel sistema (tenendo conto che il predetto regolamento nonché l'attribuzione della titolarità delle cripto-attività avverrebbe mediante tecnologia *blockchain*); e) idonei presidi di organizzazione e funzionamento (ad es. in materia di continuità operativa e sicurezza informatica); f) adeguate procedure per la gestione dei conflitti di interesse; g) regole e procedure idonee con riguardo all'investimento delle risorse finanziarie, alla detenzione delle cripto-valute e delle cripto-attività da parte del gestore del sistema

¹³⁴ Ciò, secondo diversi rispondenti alla consultazione, al fine di poter includere nella regolamentazione anche tutti quei soggetti che operino esclusivamente come *custodial wallet provider*

caratterizza la normativa vigente in ambito finanziario¹³⁵. Sotto tale profilo, l'importanza di una regolamentazione flessibile è da cogliersi non soltanto alla luce del regime opzionale proposto, quanto anche con riguardo alla opportunità di evitare oneri aggiuntivi e gravosi per gli operatori, con i relativi costi di *compliance*, sproporzionati rispetto all'entità degli interessi in gioco ed al carattere embrionale dei progetti da finanziarie.

Infine, in relazione alle offerte e agli scambi di cripto-attività non qualificabili né come strumenti finanziari né come prodotti finanziari, appare opportuno sottolineare come, anche nel caso di mancata applicazione del regime opzionale proposto dalla Consob, troverebbero comunque rilievo alcune discipline idonee a proteggere i consumatori relativamente a transazioni che vanno oltre gli strumenti e prodotti finanziari. Si pensi, ad esempio, alla Direttiva 2011/83/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, concernente i diritti dei consumatori, ed in particolar modo alle previsioni relative ai contratti a distanza, che potrebbero trovare applicazione con riguardo alle offerte iniziali e scambi di cripto-attività non coperti da altra disciplina esistente.

Allo stato attuale, l'iniziativa regolamentare della Consob non è stata seguita da un auspicato intervento, al livello nazionale, di legislazione primaria, ciò anche in ragione delle recenti iniziative intraprese dalla Commissione europea con riguardo alla *Digital Finance Strategy*.

3. Dibattito nel contesto UE: applicabilità della disciplina del mercato dei capitali e *potential gaps*

Allo stato attuale il diritto vigente in materia di mercati finanziari, in larga parte di matrice comunitaria, non dedica espressamente alcuna disciplina alle *Initial Coin Offerings* né ai *crypto-assets*, non prevedendo tantomeno una definizione generale del fenomeno in questione; ciò nonostante, è stato oggetto di ampia

¹³⁵ Sul punto si veda: De Mari M., *Prime ipotesi per una disciplina delle Initial Token Offerings (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di asset*, Orizzonti del Diritto Commerciale, n. 2/019

discussione, tanto in dottrina¹³⁶ quanto da parte dei *regulators*¹³⁷, il tema dell'applicabilità della normativa esistente in ambito finanziario, ed *in primis* della direttiva europea MIFID, al fenomeno delle cripto-attività e della connessa offerta sul mercato. A tale dibattito ha fatto spesso seguito la necessità, sottolineata da più parti, di un adeguamento della disciplina vigente alla fattispecie in questione, ciò al fine di cogliere il più possibile le peculiarità ed i rischi propri del fenomeno, assicurando in questo modo efficaci strumenti di tutela della platea degli investitori.

Al riguardo, assume particolare importanza sottolineare il lavoro svolto dall'ESMA, autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, in materia di *crypto-assets* e *Initial Coin Offerings*, in ragione delle potenziali ricadute di tale fenomeno in relazione ai fini istituzionali demandati all'autorità. In particolare, similmente a quanto osservato in relazione all'approccio della Consob, anche l'ESMA in un primo momento si è limitata ad una fase di studio ed osservazione del fenomeno ("*wait and see*"); tuttavia, anche in tale caso l'autorità ha ritenuto di primaria importanza portare a conoscenza dei consumatori i principali rischi connessi a questa tipologia di attività, attraverso l'emanazione di appositi *statement*, in particolare, due nel novembre 2017¹³⁸, dedicati rispettivamente agli investitori e alle società che intendono promuovere *ICOs*, e da ultimo, a marzo 2021¹³⁹, un ulteriore *warning* congiuntamente con l'EBA e l'EIOPA. Successivamente, l'ESMA è tornata sulla delicata questione attraverso la pubblicazione di un *advice*

¹³⁶ Ferrari V., *The regulation of crypto-assets in the EU – investment and payment token under the radar*, Maastricht Journal of European and Comparative Law, 2020; Hacker P. e Thomale C., *Crypto-securities regulation: ICOs, token sales and cryptocurrencies under EU financial law*, SSRN Paper Series, 2018; Rulli E., *Incorporazione senza res e dematerializzazione senza accentratore: appunti sui token*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 1, 2019

¹³⁷ Assume primaria rilevanza quanto avanzato dalla AMF francese, nel *Discussion Paper* "*review and analysis of the application of financial regulations to security tokens*", pubblicato nel febbraio 2020; in particolare, dopo una rassegna delle principali disposizioni normative applicabili a quei *crypto-assets* assimilabili a strumenti finanziari, l'autorità nel sottolineare la necessità di adeguamento della disciplina esistente avanza la proposta di creazione di un "*European Digital Lab*", che permetta alle autorità nazionali, in stretto coordinamento al livello europeo, di derogare a determinati requisiti della normativa finanziaria che risultano incompatibili con le nuove tecnologie, assicurando comunque il rispetto da parte dei nuovi operatori dei principi generali

¹³⁸ ESMA, *Statement. ESMA alerts investors to the high risks of Initial Coin Offerings*, 2017; ESMA, *Statement. ESMA alerts firms involved in Initial Coin Offerings to the need to meet relevant regulatory requirements*, 2017

¹³⁹ EBA, ESMA, EIOPA, *Crypto-assets: ESAs remind consumer about risks*, 2021

rivolto ai co-legislatori europei ¹⁴⁰, in cui focalizza la sua attenzione sull'applicazione dei principali filoni regolamentari in materia di mercati finanziari ai *crypto-assets* (“*same business, same risks, same rules*”), con la conseguente riconducibilità di questi ultimi alla nozione europea di strumento finanziario. Si noti come, pur avendo ad oggetto la medesima tematica, gli approcci adottati dalla Consob e dall'ESMA presentano un taglio nettamente differente: se infatti nel primo caso la Commissione propone la creazione di una categoria *ad hoc*, a cui ricollegare una disciplina speciale e derogatoria, al contrario l'*authority* europea sottolinea la possibilità di ricondurre talune tipologie di *crypto-assets* a categorie già esistenti e disciplinate, con la conseguente applicazione della medesima disciplina ¹⁴¹. In relazione a tale aspetto, giova anticipare sin da subito come l'ESMA evidenzi al tempo stesso la necessità di una revisione della normativa esistente, in particolar modo della MIFID, ciò al fine di renderla idonea a cogliere le peculiarità proprie della fattispecie in esame.

Nell'*Advice* in questione l'ESMA, dopo una premessa iniziale dedicata alla ricognizione delle caratteristiche proprie della tecnologia alla base dei *crypto-assets* ¹⁴², nonché degli attori e delle relative piattaforme coinvolte nel processo di offerta e scambio, focalizza la propria attenzione sulle difficoltà, dal punto di vista regolamentare, che il fenomeno in questione solleva, in particolare per ciò che attiene all'individuazione della normativa applicabile; con l'ulteriore conseguenza che, come già osservato in precedenza, in caso di applicabilità della disciplina esistente risulterebbe necessario procedere ad una diversa riconsiderazione o interpretazione di taluni requisiti, al fine di poter cogliere le specificità proprie dei *crypto-assets* e delle correlate *ICOs*. L'approccio auspicato dall'autorità in tale sede è conforme al c.d. “*technology-neutral approach*”, in cui non viene dato rilievo al

¹⁴⁰ ESMA, *Advice. Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 2019, disponibile al seguente indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf

¹⁴¹ Così: Sciarrone Alibrandi A., *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività: il nuovo approccio regolatorio della Consob*, *Rivista di diritto bancario*, 2019

¹⁴² L'ESMA formula altresì una propria definizione di *crypto-asset*, nei seguenti termini: “*a type of private asset that depends primarily on cryptography and Distributed Ledger Technology (DLT) or similar technology as part of their perceived or inherent value. Unless otherwise stated, ESMA uses the term to refer to both so-called ‘virtual currencies’ and ‘digital tokens’ Crypto-asset additionally means an asset that is not issued by a central bank*”

tipo di tecnologia utilizzata, per cui l'applicazione della disciplina avviene a prescindere da quelli che sono i profili tecnici che caratterizzano un *crypto-asset*.

Fatte queste premesse, giova ora procedere ad approfondire la potenziale applicabilità delle discipline del mercato finanziario europeo (MIFID, Prospetto, CSDR, etc.) alle cripto-attività, anche alla luce di quanto esposto dalla dottrina specialistica e dalle *authorities* europee, osservando sin da adesso come tali considerazioni presuppongono la riconducibilità di tale fattispecie alla categoria degli strumenti finanziari. Successivamente, saranno oggetto di esame le soluzioni di *policy* avanzate dall'ESMA al fine di assicurare una compiuta regolamentazione del fenomeno.

3.1 Un possibile inquadramento delle ICOs e dei *crypto-assets* nella disciplina europea dei mercati finanziari

Relativamente a quanto già osservato, il presupposto dell'applicabilità della disciplina esistente alle *Initial Coin Offerings* ed ai *crypto-assets* è rappresentato dalla qualificazione di questi ultimi alla stregua degli strumenti finanziari rientranti nella direttiva MIFID II¹⁴³. A tal fine, l'ESMA ha condotto nel 2018 un'indagine tra le diverse NCA (*national competent authorities*) riguardo alla possibile qualificazione giuridica dei *crypto-assets*; tuttavia, questa non ha riguardato la totalità delle tipologie di cripto-attività, risultando ad esempio esclusi dalla *survey* i c.d. *payment token*, tra cui si annovera in particolare il *bitcoin*. I risultati della *survey* mostrano che la maggior parte delle autorità nazionali considera i *crypto-assets* oggetto dell'indagine come rientranti appieno nei requisiti previsti dalla direttiva ai fini della qualificazione come strumenti finanziari; inoltre, una parte dei

¹⁴³ "Financial instruments" are defined in Article 4(1)(15) of MiFID II as those "instruments specified in Section C of Annex I." These are inter alia 'transferable securities', 'money market instruments', 'units in collective investment undertakings' and various derivative instruments. "Transferable securities" under Article 4(1)(44) of MiFID II, means those "classes of securities which are negotiable on the capital market, with the exception of instruments of payment, such as: • shares in companies and other securities equivalent to shares in companies, partnerships or other entities, and depositary receipts in respect of shares; • bonds or other forms of securitised debt, including depositary receipts in respect of such securities; • any other securities giving the right to acquire or sell any such transferable securities or giving rise to a cash settlement determined by reference to transferable securities, currencies, interest rates or yields, commodities or other indices or measures;".

rispondenti sottolinea la necessità di modifiche alla disciplina esistente¹⁴⁴, ciò al fine di creare norme su misura tenendo in considerazione le peculiarità proprie della fattispecie. Per quanto attiene alle autorità che non considerano i *crypto-assets* come strumenti finanziari, invece, queste appartengono in larga parte a paesi dove è stato adottato un approccio più restrittivo in sede di trasposizione della direttiva MiFID II nell'ordinamento nazionale, introducendo ad esempio, in sede di recepimento nazionale, un elenco tassativo di valori mobiliari non estendibile in via analogica.

Nell'analisi dei filoni regolamentari applicabili ai *crypto-assets*, assumono *in primis* rilevanza le disposizioni proprie del Regolamento sul Prospetto, divenuto applicabile a partire da luglio 2019, abrogando la precedente direttiva 2003/71/CE ("Direttiva Prospetto"). Tale Regolamento si incentra sulla funzione del prospetto, redatto a cura dell'emittente, e reso pubblico una volta ottenuta l'approvazione da parte dell'autorità di vigilanza competente. Tale documento deve contenere le informazioni necessarie a consentire una decisione di investimento consapevole, andando così ad assolvere la funzione di ridurre le asimmetrie informative tra emittente ed investitori¹⁴⁵. L'applicabilità di tale disciplina ai *crypto-assets* ed in particolare alle *Initial Coin Offerings*, che verrebbero di conseguenza assimilate alle *Initial Public Offerings*, presuppone innanzitutto la configurabilità di tali strumenti come valori mobiliari; inoltre, risulta necessario che la *ICO* promossa superi la determinata soglia di valore stabilita al livello nazionale. Difatti, nel caso in cui l'offerta rimanga al di sotto del *threshold* fissato dal singolo Stato membro, eventuali obblighi di *disclosure* dipenderanno dalla legislazione nazionale¹⁴⁶. Per quanto attiene al contenuto del prospetto, l'ESMA fa riferimento a informazioni

¹⁴⁴ *At the same time, a number of NCAs suggested that changes to existing legislation or additional provisions may be needed to respond to the unique characteristics of the sector, e.g. the decentralized nature of underlying technology, risk of forks, and the custody of the underlying assets. NCAs also highlighted that a review of existing provisions related to clearing, settlement, safekeeping and record of ownership may be necessary*

¹⁴⁵ *Recital 3, Regulation (EU) 2017/1129 of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market*

¹⁴⁶ *Provided the issued crypto-assets qualify as transferable securities, a number of ICOs and/or offers may trigger the application of prospectus rules due to their size (i.e., above the threshold that is set in national legislation between EUR1m and EUR8m). Others may fall under the threshold, in which case disclosure requirements will depend on national law again*

dettagliate circa l'emittente e/o il promotore, caratteristiche e diritti connessi ai *crypto-assets* oggetto di emissione, termini e condizioni dell'offerta, modalità di utilizzo dei proventi, rendendo altresì noti i principali rischi connessi all'utilizzo della tecnologia sottostante le cripto-attività. Nel fare ciò le autorità di vigilanza dovrebbero basarsi sui modelli esistenti di prospetto richiedendo, qualora necessario, informazioni aggiuntive per adeguare il documento alle specificità proprie dell'offerta¹⁴⁷, in particolare con riguardo al "codice sorgente" che governa il funzionamento della piattaforma, informazione quest'ultima rilevante per un'esauritiva valutazione tecnica del progetto. Si noti tuttavia come già oggi la maggior parte delle *ICO* promosse vengono spontaneamente accompagnate dalla pubblicazione di un *white paper*¹⁴⁸, in cui viene dettagliatamente illustrato il progetto da finanziare.

Per quanto attiene al *corpus* centrale della disciplina del mercato dei capitali, concernente la Direttiva MIFID II ed il Regolamento MIFIR, questo potrebbe assumere rilevanza relativamente alla qualificazione di una serie di attività connesse ai *crypto-assets* come servizi ed attività di investimento, quali la negoziazione per conto proprio, il collocamento, la gestione di un sistema multilaterale di negoziazione, o la consulenza in materia di investimento. Particolare attenzione deve essere poi riposta nelle piattaforme di negoziazione di *crypto-assets*¹⁴⁹, stante la possibilità di qualificarle alla stregua di sistemi

¹⁴⁷ Si noti come Hacker e Thomale nella loro opera suggeriscono ad esempio che la Commissione europea, sulla base della possibilità offerta dall'articolo 13 del Regolamento sul Prospetto, introduca una forma semplificata di prospekta contenente informazioni specificamente pensate per le *ICOs* (pubblicazione del codice, individuazione dei diritti connessi ai *token*, individuazione delle finalità del progetto, etc.)

¹⁴⁸ Fisch C., *Initial Coin Offering (ICOs) to finance new ventures*, Journal of Business Venturing, 2019, pg. 7

¹⁴⁹ Così l'ESMA: *A question that arises in relation to platforms trading crypto-asset is the type of MiFID II services/activities that they may provide, as the applicable requirements may vary depending on the services/activities, and sometimes also the type of MiFID financial instrument involved. We have identified three broad categories of platforms at this stage, namely (i) those that have a central order book and/or match orders under other trading models (ii) those whose activities are similar to those of brokers/dealers and (iii) those that are used to advertise buying and selling interests. More details on the business models of these platforms is provided in Appendix 2. Noteworthy, a number of platforms may provide different types of services/activities and therefore cut across the three categories above. There are also so-called centralised and decentralised business models as already discussed. Centralised platforms represent by far the bulk of the volumes traded today. However, some hybrid business models, e.g., where the matching of the orders is provided at the platform level (off-chain) but the settlement is* 46 Directive 2014/65/EU 47

multilaterali, e la conseguente applicabilità del Titolo III della direttiva relativo ai mercati regolamentati (RM), ovvero del Titolo II concernente i sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) ed i sistemi organizzati di negoziazione (OTF)¹⁵⁰. Al riguardo l'ESMA, nel suo *Advice*, opera una rassegna dei principali requisiti che troverebbero applicazione in relazione a tali piattaforme di *trading* e ai rispettivi operatori, in particolare: requisiti di capitale, applicabili sia alle società di investimento che alle società di gestione dei mercati regolamentati; requisiti organizzativi, in particolare per ciò che attiene alle procedure in atto per la prevenzione di conflitti di interessi, tenuta dei registri, controlli interni e gestione dei rischi; tutela degli investitori, relativamente alla correttezza nelle relazioni nonché alla trasparenza nelle operazioni; condizioni e modalità di accesso ai MTFs, OTFs and RMs; obblighi riguardanti il mantenimento e la conservazione dei registri nonché concernenti il *transaction reporting*; specifici obblighi di *disclosure* attinenti alle fasi di “*pre and post-trade*”.

Al riguardo, l'ESMA individua una serie di lacune nonché di connesse problematiche circa l'applicabilità delle disposizioni vigenti ai *crypto-assets*. Innanzitutto, una prima questione attiene all'obbligo, in capo alle piattaforme di negoziazione ed ai relativi gestori, di assicurare che i partecipanti presentino “*sufficient good reput, with sufficient level of trading ability, competence and experience and with adequate organizational arrangements and resources*”¹⁵¹; difatti, l'accesso disintermediato¹⁵² alle piattaforme di *crypto-assets* richiederebbe un consistente consumo di risorse e di tempo al fine di operare tali controlli, trattandosi di investitori individuali, con il rischio altresì che diversi potrebbero non risultare idonei alla luce di siffatti controlli. Un'altra problematica sottolineata nell'*Advice* concerne gli obblighi di trasparenza relativi alle fasi di “*pre and post-trade*”, contenuti nella MIFIR, e pensati rispettivamente per “*equity and non-equity instruments*”; al riguardo, l'indagine condotta dall'ESMA evidenzia come in

Regulation (EU) No 600/2014 25 processed on chain have started to emerge. Our current understanding is that fully decentralised platforms are still in their infancy.

¹⁵⁰ *“RMs are operated or managed by a market operator. MTFs and OTFs are operated by a market operator or an investment firm.”*

¹⁵¹ ESMA, *Advice. Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 2019 pg. 28

¹⁵² Uno degli obiettivi della emissione e distribuzione di *crypto-assets* attraverso registri distribuiti è quello di raggiungere gli investitori in modo più diretto ed efficiente, eliminando tendenzialmente la catena di intermediazione che normalmente caratterizza il processo di investimento.

diverse giurisdizioni i *crypto-assets*, pur qualificabili come valore mobiliari, non verrebbero altresì classificati come “*equity and non-equity instruments*”, con il conseguente rischio di un’applicazione disomogenea degli obblighi di *disclosure* tra i diversi Stati membri. Viene inoltre in rilievo la probabile inadeguatezza dei sistemi di registrazione e conservazione dei dati, in quanto concepiti per strumenti finanziari tradizionali e non per i *crypto-assets*. Ulteriori problematiche sono state sottolineate con riguardo ai modelli di *business* decentralizzati, in particolare per ciò che attiene alle difficoltà di individuazione dell’operatore deputato alla gestione della piattaforma.

Relativamente alla disciplina sugli abusi di mercato, contenuta nel Regolamento europeo MAR applicabile a partire da luglio 2016, questa proibisce una serie di condotte abusive, quali l’*insider trading* e la manipolazione di mercato, concernenti determinati strumenti finanziari indicati nell’articolo 2 del MAR¹⁵³, al fine di assicurare il corretto funzionamento dei mercati finanziari. Nel caso di *crypto-assets* qualificabili alla stregua di strumenti finanziari, che siano altresì negoziati o ammessi alla negoziazione in una *trading venue*, il Regolamento MAR troverebbe applicazione. Rilevano in particolar modo le seguenti disposizioni: efficaci sistemi e procedure per le piattaforme di *trading* al fine di prevenire ed individuare possibili abusi di informazioni privilegiate; comunicazione al pubblico da parte dell’emittente, il prima possibile, delle informazioni privilegiate che concernono direttamente detto emittente, mantenendo altresì un elenco delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate; obbligo da parte dei soggetti che forniscono consulenza in materia di investimenti di garantire una presentazione obiettiva e disinteressata delle informazioni; notificazione da parte di coloro che esercitano funzioni di amministrazione, direzione e controllo, nonché delle persone a loro strettamente associate, delle operazioni condotte per loro conto. Anche in relazione alla disciplina in questione emergono dubbi circa la sua capacità di

¹⁵³ Article 2, Regulation (EU) 2014/596 of 16 April 2014: “(a) financial instruments admitted to trading on a regulated market or for which a request for admission to trading on a regulated market has been made; (b) financial instruments traded on an MTF, admitted to trading on an MTF or for which a request for admission to trading on an MTF has been made; (c) financial instruments traded on an OTF; and (d) financial instruments not covered by point (a), (b) or (c), the price or value of which depends on or has an effect on the price or value of a financial instrument referred to in those points”

cogliere le peculiarità proprie del fenomeno delle cripto-attività; in particolare, è stato evidenziato come tale fattispecie potrebbe dar luogo a diversi comportamenti abusivi, non inclusi nel MAR, quali ad esempio particolari informazioni privilegiate detenute da nuovi attori, tra cui i *miners* ed i *wallet providers* in particolare. Inoltre, evidenti problematiche sorgono in relazione ai modelli di *business* decentralizzati, sempre con riguardo alla mancanza di chiarezza circa l'identità degli operatori del mercato.

Nell'analisi in questione assume poi rilevanza la disciplina concernente il settore del *post-trading*, rappresentata in particolar modo dal Regolamento (UE) N. 909/2014 (cd. CSDR), volto a introdurre una disciplina armonizzata dei servizi offerti dai depositari centrali di titoli (CSD) operanti nel territorio dell'Unione Europea: la registrazione iniziale dei titoli in un sistema di scritture contabili ("servizio di notariato"); la gestione di un sistema di regolamento titoli ("servizio di regolamento"); la fornitura e il mantenimento dei conti titoli al livello più elevato ("servizio di gestione accentrata"). La sua potenziale applicabilità ai *crypto-assets* rileva, di nuovo, qualora questi siano classificabili alla stregua di strumenti finanziari. Si noti sin da subito come la disciplina in questione, in assenza di adattamenti da parte del legislatore, pone diversi ostacoli di natura giuridica all'applicazione delle nuove tecnologie ai mercati finanziari, e di conseguenza allo sviluppo stesso del fenomeno delle cripto-attività. Al riguardo, rileva in particolar modo quanto contenuto nell'articolo 3(2) del Regolamento CSDR che stabilisce, a fronte di un'operazione su valori mobiliari eseguita in una *trading venue*, che i relativi titoli devono essere registrati in un CSD mediante scrittura contabile entro la data prevista per il regolamento; conformemente al considerando 11 della CSDR, la rappresentazione dei titoli mediante scrittura contabile rappresenta un passo importante al fine di rendere più efficiente il regolamento e assicurare l'integrità dell'emissione di titoli, in particolare in un contesto di crescente complessità dei metodi di detenzione e di trasferimento. La registrazione dei titoli in un sistema centralizzato di scritture contabili gestito da un CSD, nella forma dell'accentramento o della dematerializzazione immediata, risulta infatti non facilmente conciliabile con la natura digitalizzata e decentralizzata propria della

*DLT*¹⁵⁴. Ulteriore ambito del *post-trading* meritevole di considerazione è rappresentato dalle attività di registrazione e custodia dei titoli, per cui possono trovare applicazione diverse disposizioni sia al livello nazionale che europeo¹⁵⁵. Per quanto attiene al fenomeno dei *crypto-assets*, assume particolare rilevanza l'interpretazione “*of what constitutes safekeeping services*”; difatti, è stato osservato come l'attività di controllo, da parte di terzi soggetti, sulle c.d. *private keys* potrebbe essere classificata alla stregua dei servizi di custodia, con la conseguente applicazione, ai fornitori di tali servizi, delle disposizioni in tema di custodia e segregazione degli *assets* degli investitori.

Si noti infine come, nell'ambito della normativa sui mercati finanziari, potrebbero trovare potenziale applicazione altre discipline, oggetto di considerazione anche nell'*Advice* dell'ESMA, tra cui la Direttiva sulla Trasparenza, che imporrebbe in capo agli emittenti di *crypto-assets* il rispetto di obblighi di informativa periodica e continuativa; il Regolamento sullo *Short Selling*, qualora una posizione nel mercato dei *crypto-assets* attribuisca un vantaggio finanziario in caso di diminuzione del prezzo di un titolo azionario o di un titolo di debito; le Direttive SFD e AIFMD; la Direttiva sui sistemi di indennizzo degli investitori; la V Direttiva Antiriciclaggio e sul finanziamento al terrorismo, le cui disposizioni troverebbero applicazione ai fornitori di servizi connessi ai *crypto-assets* ed alle *ICOs*.

Con specifico riferimento alla Settlement Finality Directive (SFD) aspetti di criticità nell'applicazione delle relative previsioni alle piattaforme di trading o ai DLT network in cui vengono eseguite le transazioni in *crypto-assets* vengono fra l'altro individuati: nella possibilità di individuare un 'sistema' suscettibile di designazione e un *system operator*, soprattutto nel caso di piattaforme che utilizzano modelli di business decentralizzati; nella conciliabilità fra la nozione di

¹⁵⁴ Simili considerazioni vengono svolte in: Annunziata F., *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, Orizzonti del diritto commerciale, 3/2018

¹⁵⁵ “The rules also depend on whether the record-keeping applies at the issuer level (notary function) or investor level (custody/safekeeping function). At the issuer level, the rules are dependent on each national corporate law. At the investor level, depending on the type of investor, the rules will vary across several sectorial legislations such as MiFID II or the UCITS V Directive/ AIFM Directive”

partecipanti a un sistema utilizzata dalla SFD e la circostanza che molti partecipanti a “*crypto-asset trading platforms and DLT networks*” sono *individuals* e comunque tipologie di clienti che non si qualificano come istituzioni secondo la definizione della SFD¹⁵⁶; nella incertezza su come definire e assicurare il raggiungimento della definitività di una transazione in un DLT network, secondo una prospettiva sia operativa che legale, tenuto conto dei meccanismi di validazione delle transazioni basati sul consenso, nonché del rischio che si generino *forks*, vale a dire che in una parte del network, che diviene disincronizzato, si creino dei blocchi indipendentemente dal resto della blockchain. Ulteriori elementi da considerare riguardano l’accesso ai sistemi e la possibilità di stabilire collegamenti (*links*) con altre infrastrutture di mercato e *trading platform (traditional or DLT based)*. Le citate problematiche appaiono di maggiore rilevanza nel caso di *permissionless DLT*.

3.2 Considerazioni finali e possibili soluzioni di *policy*

A conclusione del suo *Advice* l’ESMA, fermo restando il carattere in continua evoluzione della tecnologia in esame¹⁵⁷, si cimenta nell’analisi delle potenziali criticità e lacune che permarrebbero sia nell’ipotesi di assimilazione dei *crypto-assets* agli strumenti finanziari, che nell’ipotesi di non assimilazione; alla luce di tali riflessioni l’autorità europea evidenzia altresì le principali opzioni di *policy* percorribili, a suo parere, da parte dei *policymakers* europei.

Per quanto attiene ai *crypto-assets* classificabili alla stregua di strumenti finanziari, i principali *issues* sono da rinvenirsi nel fatto che la regolamentazione esistente non appare idonea a rispondere ai rischi specifici propri delle nuove tecnologie; come giustamente osservato in dottrina, in particolare per ciò che concerne la MIFID, questa risulta infatti “*far from being exhaustive, also because*

¹⁵⁶ According to Article 2(f) of SFD, the participants to that system would need to be an institution, a central counterparty, a settlement agent, a clearing house or a system operator. Under the SFD, an institution can be a credit institution, an investment firm, a public authority or publicly guaranteed undertaking, or any undertaking whose head office is outside the Community and whose functions correspond to those of the Community credit institutions or investment firms

¹⁵⁷ In particolare, viene osservato come: “*because DLT is still at an early stage and the business models are evolving, ESMA believes that these gaps, issues and recommendations will need to be re-assessed as the phenomenon develops*”

– *although effective from 3 January 2018 – it actually represents the state-of-the-art of markets, and technological evolution thereof, in the years 2011–2013, i.e. when groundwork for the MiFID II regulatory framework was carried out*¹⁵⁸. Inoltre, è stato osservato come l’interpretazione dei requisiti della normativa attuale alla luce dei nuovi strumenti potrebbe portare ad un’applicazione disomogenea di questi ultimi nei vari Stati membri, con il conseguente rischio di creare arbitraggi regolamentari. Alla luce di quanto osservato, l’ESMA evidenzia la necessità di un adeguamento, sotto una pluralità di profili, della disciplina vigente al fine di consentirne un’efficace applicazione al fenomeno *crypto-assets*.

Una prima modifica sarebbe quella di includere nell’attuale perimetro normativo le piattaforme di negoziazione di *crypto-assets*. In particolare, risulterebbe necessaria a parere dell’ESMA una nuova sezione all’interno della regolamentazione di livello 1 (MIFID II) riferibile a suddette piattaforme, oppure una modifica dell’attuale definizione di sistema multilaterale di negoziazione nonché degli altri sistemi di *trading*; ciò richiederebbe a sua volta una modifica dei *regulatory technical standards (RTS)* definiti oppure, in alternativa, lo sviluppo di adeguate misure regolamentari di livello 2. Dato il carattere evolutivo del fenomeno, potrebbe essere altresì possibile lo sviluppo da parte dell’ESMA di *guidelines* e *recommendations* di livello 3. Ulteriori modifiche sarebbero auspicabili in relazione alle disposizioni in tema di “*pre and post-trade transparency*” nonché di “*data reporting*”, in quanto delineate sulla base degli strumenti finanziari tradizionali e di conseguenza non adeguate ad essere applicate alla categoria dei *crypto-assets*; tali modifiche dovrebbero riguardare tanto il livello 1 (MIFIR) quanto il livello 2 (RTS) della regolamentazione, potendo risultare altresì necessario un adeguamento delle esistenti misure di *supervisory convergence*. L’autorità europea sottolinea poi l’esigenza di ulteriori approfondimenti circa la relazione tra *crypto-assets* e strumenti finanziari, anche al fine di individuare “*potential gaps*” della regolamentazione sugli abusi di mercato e sulle vendite allo scoperto, in particolare “*to analyse (i) MAR to ensure the adequacy of the existing provisions to address the potential risks raised by crypto-*

¹⁵⁸ Annunziata F., “*Speak, If You Can: What Are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings*”, 2020, pg. 132

*assets and (ii) the list of financial instruments in Annex I of Commission Delegated Regulation (EU) 918/2012) to ensure that those crypto-assets that might generate a net short position on a share or on a sovereign debt are explicitly included in that list*¹⁵⁹. Si noti infine come, anche sulla base di quanto emerso dall'indagine condotta dall'ESMA tra i diversi Stati membri, un ulteriore elemento di criticità deriva dalle modalità di recepimento della direttiva MIFID nelle diverse giurisdizioni, in particolare per ciò che concerne la nozione di strumento finanziario; difatti, mentre in alcuni Stati tale nozione è stata interpretata in senso restrittivo, in altri si è optato per una definizione più ampia, con evidenti ricadute sulla supervisione e regolamentazione dei *crypto-assets*.

Prendendo in esame invece quei *crypto-assets* non qualificabili alla stregua di strumenti finanziari, e non classificabili altresì come moneta elettronica, viene sottolineato nell'*Advice* come in tale ipotesi gli investitori non potrebbero beneficiare della tutela garantita dal quadro regolamentare della MIFID II ed inoltre, qualora solo alcuni *crypto-assets* rientrassero in tale ambito applicativo, ciò potrebbe rappresentare un notevole rischio, in ragione del fatto che sia gli strumenti potenzialmente regolati che quelli non regolati potrebbero essere negoziati sulle stesse piattaforme, generando con ciò incertezze per gli investitori. Inoltre, l'ESMA ha espresso la sua preoccupazione relativa alla possibilità che venga introdotta, in determinate giurisdizioni, una normativa *ad hoc* finalizzata alla regolamentazione delle cripto-attività non qualificabili come strumenti finanziari. Una simile scelta potrebbe infatti dar luogo a un quadro regolamentare frammentato e non armonizzato all'interno dell'Unione europea, di per sé inadatto ad operazioni transfrontaliere¹⁶⁰.

Al riguardo, l'ESMA propone due diverse opzioni regolamentari, tra loro alternative. Quanto alla prima, essa consisterebbe nell'implementazione, da parte dei legislatori europei, di un regime normativo *ad hoc* per taluni *crypto-assets* non classificabili alla stregua di categorie giuridiche esistenti e regolamentate, tenendo in considerazione come non tutti questi strumenti presentano i medesimi rischi e

¹⁵⁹ ESMA, *Advice. Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 2019 pg. 39

¹⁶⁰ "While ESMA understands the intention to provide for both a protective and supportive approach to these instruments, ESMA is concerned that this does not provide for a homogeneous framework across the EU"

criticità, posto che ad esempio i c.d. “*pure utility token*” presentano una scarsa connessione con i mercati finanziari, essendo il loro utilizzo fortemente limitato a taluni beni e servizi. In particolare, anche sulla base di quanto emerso dall’*Advice* dell’EBA¹⁶¹, nonché dall’indagine condotta dall’ESMA, risulta necessario la previsione di apposite regole in materia di antiriciclaggio a cui dovrebbero essere tenuti i fornitori di servizi relativi allo scambio di *crypto-assets* nonché di altri servizi finanziari connessi alle *Initial Coin Offerings*. In aggiunta a ciò, l’ESMA sottolinea l’importanza di adeguati obblighi di *disclosure* concernenti i potenziali rischi connessi al promotore, al progetto, ai diritti associati ai *crypto-assets*, alla tecnologia sottostante nonché ai possibili conflitti di interessi, al fine di consentire agli investitori consapevoli scelte di investimento; difatti, è stato giustamente osservato dall’autorità europea come attualmente “*the quality, transparency and disclosure of risks in so-called ICO ‘white papers’ varies greatly and often emphasises likelihood of financial returns to encourage speculative ‘investment’ behaviour by consumers, even where a crypto-asset lacks the legal characteristics to be a financial instrument*”¹⁶². L’ESMA evidenzia infine, secondo un’ottica fortemente condivisibile, come la previsione di requisiti aggiuntivi rispetto agli obblighi di *disclosure* sopra citati potrebbe sollevare problemi in termini di *trade-off*, giacché un regime più articolato potrebbe “*risking legitimising crypto-assets and encouraging wider adoption*”.

Per ciò che concerne invece la seconda opzione regolamentare, questa si sostanzierebbe nel lasciare il fenomeno in questione deregolamentato, opzione tuttavia che l’ESMA non sembra preferire, posto che non risolverebbe le criticità evidenziate in tema di tutela degli investitori ed integrità del mercato.

A tale ultimo riguardo giova ribadire quanto già osservato in precedenza a proposito della possibilità di perseguire l’obiettivo di tutela degli investitori attraverso l’applicazione di diverse discipline che proteggono i consumatori nell’ambito di transazioni che vanno oltre quelle concernenti gli strumenti finanziari. Si pensi, a titolo di esempio, alla direttiva 2011/83/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 ottobre 2011, sui diritti dei consumatori, e

¹⁶¹ EBA, *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*, 2019, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.eba.europa.eu/eba-reports-on-crypto-assets>

¹⁶² ESMA, *Advice. Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 2019 pg. 40

soprattutto alle previsioni ivi contenute con riguardo ai contratti a distanza¹⁶³. Risulta doveroso precisare come la direttiva in questione non trovi applicazione con riguardo ai rapporti cosiddetti *Business to Business* né a quelli *Peer to Peer*, ma solo ai rapporti tra professionista e consumatori (*B2C*). Nulla esclude, però, che le *Initial Coin Offerings* riguardino proprio questo tipo di relazioni. In tale prospettiva, l'offerta di *crypto-assets* non riconducibili alla disciplina dei mercati finanziari non si tradurrebbe in un “*far west*” a danno del consumatore, giacché egli è comunque assistito dalle tutele di fondo offerte dalla legislazione di stampo consumeristico.

4. Una disamina delle principali iniziative al livello internazionale

Il fenomeno delle *Initial Coin Offerings* non può essere considerato come circoscritto ai soli confini nazionali; difatti, l'impiego universale delle nuove tecnologie, del tutto neutre rispetto ai confini geografici o alle tradizioni giuridiche, non può che condurre a ritenere i *crypto-assets* come un fenomeno a rilevanza internazionale. Al riguardo, si noti quanto sottolineato dalla stessa autorità di vigilanza francese, l'AMF, in un *Discussion Paper* pubblicato ad ottobre 2017, in cui viene in rilievo come “*it is important to stress that ICOs are a global phenomenon. (...) ICOs are a cross- border method of raising funds from the general public because they are conducted on the internet. Moreover, the issuers or issuing communities do not always specify their own location*”¹⁶⁴; simili osservazioni vengono svolte dall'ESMA nel già citato *Advice*, nei seguenti termini “*ESMA believes that an EU-wide approach is relevant, also considering the cross-border nature of crypto-assets*”¹⁶⁵. Anche alla luce di tali evidenze, risulta utile una rassegna dei principali approcci regolamentari adottati al livello internazionale, rilevanti per la consistenza del mercato di riferimento (Stati Uniti) o per la vicinanza rispetto al nostro ordinamento (Malta e Francia).

¹⁶³ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32011L0083>

¹⁶⁴ AMF, *Discussion paper on “initial coin offerings (ICOs)”*, 2017, pg. 3

¹⁶⁵ ESMA, *Advice. Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 2019 pg. 9

4.1 L'esperienza degli Stati Uniti: “Howey Test” e le vicende “The DAO” e “Munchee”

Gli Stati Uniti sono senza dubbio uno dei paesi più attivi al livello globale relativamente al fenomeno dei *crypto-assets* e della *Initial Coin Offerings*; tale attenzione risulta giustificata anche in ragione dell'elevato numero di operazioni rivolte agli investitori americani¹⁶⁶. In particolare, dopo una prima fase di studio, a partire dal 2017 la *Security and Exchange Commission* (SEC), autorità di vigilanza sui mercati statunitense, è intervenuta in più occasioni sul tema, proponendo un'interpretazione estensiva del concetto di “*security*” e affrontando altresì il problema qualificatorio dei *crypto-assets*.

Al riguardo, assume primaria rilevanza la vicenda “The DAO” del luglio 2017, della quale si è interessata la stessa SEC attraverso la pubblicazione di un apposito *Report*¹⁶⁷ che ha rappresentato la prima presa di posizione da parte di un'autorità di vigilanza nazionale sul tema delle *Initial Coin Offerings*. “The DAO” era una c.d. “*Decentralized autonomous organization*”, ossia un'organizzazione basata sulla *Blockchain Ethereum*, attraverso una serie di *smart contract* correlati tra loro. Al fine di realizzare una simile organizzazione i creatori hanno seguito una serie di passaggi preliminari, tra cui: creazione di un sito internet in cui gli investitori potessero reperire informazioni, redazione di un *white paper* contenente una descrizione del progetto da promuovere, nonché stipula di accordi con determinati *exchange*, al fine di permettere lo scambio dei *token* già acquisiti¹⁶⁸. L'obiettivo principale alla base del progetto consisteva nella raccolta di capitali, attraverso lo scambio di DAO Token a fronte di criptovaluta ETH, da investire in progetti preventivamente approvati da un comitato e successivamente sottoposti alla votazione dei possessori di DAO Token; questi ultimi potevano esprimere il loro voto, proporzionale rispetto alla quota di *token* detenuta, al fine di selezionare

¹⁶⁶ “È un tema che sta interessando tutti i regolatori nazionali, ma come sempre lo sguardo di tutti - in primo luogo, proprio dei promotori di ICO - è rivolto agli Stati Uniti. Le ragioni sono molteplici. Ovviamente si tratta del mercato dove operano gli investitori più importanti del mondo e dove le imprese del settore tecnologico hanno un maggior peso”, Giudici P., *ICO e diritto dei mercati finanziari: la prima sentenza americana*, in *Le Società*, n. 1/2019, pg. 63

¹⁶⁷ SEC, *Report of Investigation Pursuant to Section 21 (a) of the Securities Exchange Act of 1934: TheDAO*, 25 luglio 2017

¹⁶⁸ Sarzana Di S. Ippolito F. E Nicotra M., *Diritto della Blockchain, Intelligenza artificiale e IoT*, Wolters Kluwer Italia, 2018, pg. 177

i progetti a cui sarebbero stati erogati i capitali. L'offerta ebbe luogo tra aprile e maggio 2016, portando alla raccolta di un totale di 150 milioni di dollari. Tuttavia, conclusa l'offerta, ma prima dell'inizio del finanziamento di progetti, l'indirizzo in cui erano allocati gli ETH ricevuti fu violato, portando così alla perdita di circa un terzo del valore complessivo dei fondi; proprio tale episodio ha accresciuto l'attenzione pubblica nei confronti del fenomeno, essendosi minata una delle principali caratteristiche della *blockchain*, ovvero l'immodificabilità¹⁶⁹.

La SEC nell'analizzare la vicenda si è posta innanzitutto il problema di stabilire se questa potesse essere regolata o meno dalla "*Securities Law*" statunitense; ovviamente, come già osservato in relazione all'ordinamento italiano, una simile domanda richiede un preventivo esercizio qualificatorio, al fine di accertare la riconducibilità o meno della fattispecie all'attività di collocamento di strumenti finanziari, da cui discende l'applicazione della relativa normativa. A tale scopo, la SEC richiama i principi elaborati dalla giurisprudenza statunitense in un noto caso, "*SEC v. W.J. Howey Co*"¹⁷⁰, oggi conosciuto come "*Howey Test*". Secondo tale test, ai fini della qualificazione della fattispecie come contratto di investimento, in quanto tale sottoposta alla normativa sulle securities, risulta necessario dare prevalenza alla sostanza e non alla mera forma contrattuale, potendo essere considerato come contratto di investimento qualunque "investimento di denaro in un'impresa con la ragionevole aspettativa di profitti derivanti da sforzi manageriali o imprenditoriali di altri". In sostanza, i requisiti individuati affinché si possa procedere alla qualificazione sono i seguenti: l'effettuazione di un investimento di denaro; l'impiego del capitale in un'iniziativa comune; la ragionevole attesa di profitti derivanti dall'investimento; il fatto che i profitti provengano dagli sforzi posti in essere dal promotore dell'iniziativa, o da una terza parte. Gli elementi così definiti dalla giurisprudenza statunitense

¹⁶⁹ Sandrelli G., *Raccolta di fondi con moneta virtuale ("initial coin offerings")*: la posizione della *Securities and Exchange Commission*, in *Rivista delle Società*, 2017, pg.1208

¹⁷⁰ La vicenda, da cui prendeva le mosse il caso era relativa ad una società proprietaria di alcuni terreni in Florida che aveva offerto dei contratti sulla base dei quali la stessa si impegnavano a coltivare i terreni con agrumi ed agli investitori sarebbe stata riconosciuta, come remunerazione del capitale investito, una parte del raccolto derivante dalla coltivazione. La Suprema Corte statuiva che, anche in assenza di una remunerazione in denaro, il contratto doveva essere qualificato come "contratto di investimento" con la conseguenza della sua sottoposizione alla disciplina del Securities Act

presentano diversi punti di analogia con quelli individuati dai costanti orientamenti della Consob negli anni¹⁷¹.

Attraverso l'applicazione dell'*Howey Test* al caso in questione, la SEC ne ha ravvisato la natura di contratto di investimento, mettendo in evidenza: la natura non necessariamente monetaria dell'investimento, potendo questo essere realizzato con ogni altra forma di contribuzione di valore (nel caso di specie, il valore è costituito dagli *Ether*, a cui era associato un valore monetario); l'aspettativa di profitto connessa all'investimento effettuato (solitamente rappresentata da dividendi, pagamenti periodici, e incrementi di valore), tenuto conto che tutti i materiali promozionali alla base dell'offerta evidenziavano l'obiettivo di costituire un'entità che avrebbe dovuto finanziare progetti, garantendo agli investitori un ritorno economico sull'investimento; l'esistenza di un profitto per gli investitori che dipendeva da sforzi gestionali altrui, in quanto le decisioni relativamente ai progetti da sottoporre alla valutazione di finanziamento erano adottate da un gruppo ristretto di soggetti. Al riguardo, i fondatori ed i curatori (ossia persone individuate per la loro capacità ed esperienza dai fondatori stessi) monitoravano le attività, tutelavano gli interessi degli investitori e sceglievano i progetti da candidare per potenziali investimenti. Sulla base delle valutazioni effettuate, la SEC è giunta a qualificare i DAO Token come strumenti finanziari, conformemente alle Sec. 2(a)(1) e 3(a)(10) del *Securities and Exchange Act* del 1934, con la conseguente applicazione delle disposizioni rilevanti, tra cui emerge l'obbligo per i soggetti offerenti piattaforme di scambio di *token* di registrarsi quali "*national securities exchange*", nonché il relativo obbligo in capo all'emittente di registrare offerte e vendite connesse agli strumenti (obbligo quest'ultimo non rispettato da parte dei promotori dell'offerta). L'impostazione sin qui tracciata è stata ripresa dalla SEC in diverse occasioni¹⁷², arrivando ad influenzare gli approcci adottati da parte di altre giurisdizioni.

¹⁷¹ Carriere P., *Le "criptovalute" sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di "strumenti finanziari", "valori mobiliari" e "prodotti finanziari"*; tra tradizione e innovazione, in Rivista di Diritto Bancario, n. 2/2019, pg. 36

¹⁷² Actor Steven Seagal Charged with Unlawfully Touting Digital Asset Offering, Feb. 27, 2020; ICO Issuer Settles SEC Registration Charges, Agrees to Return Funds and Register Tokens As Securities, Feb. 19, 2020; SEC Charges Founder, Digital-Asset Issuer with Fraudulent ICO, Dec. 11, 2019; SEC Charges International Dealer that Sold Security-Based Swaps to U.S. Investors, Oct. 31, 2019; SEC Orders Blockchain Company to Pay \$24 Million Penalty for Unregistered ICO, Sept. 30, 2019; Press Release: SEC Halts Alleged Initial Coin Offering Scam, Jan. 30, 2018; Statement

Un'ulteriore vicenda utile a chiarire la qualificazione delle *Initial Coin Offerings* negli Stati Uniti è relativa alla decisione assunta dalla SEC nel dicembre 2017, consistente in un ordine inibitorio nei confronti della Munchee Inc¹⁷³. Quest'ultima aveva avviato nei mesi di ottobre e novembre 2017 un'offerta al pubblico di propri *token* (c.d. MUN Token), preceduta da un'apposita fase di prevendita. L'obiettivo alla base dell'offerta consisteva nella creazione di una piattaforma basata sulla *blockchain* nel settore della ristorazione, a cui prendessero parte ristoranti, consumatori ed inserzionisti pubblicitari; anche in base a quanto dichiarato dai promotori nel *white paper*¹⁷⁴, il *token* doveva essenzialmente servire come uno strumento per potersi avvalersi dei servizi all'interno della piattaforma, presentando così i tratti tipici di un *utility token*. Inoltre, una peculiarità fu rappresentata dalle dichiarazioni della società di aver proceduto a svolgere l'*Howey test*, arrivando ad escludere che gli *asset* digitali da essa venduti fossero riconducibili alla categoria delle *securities*¹⁷⁵.

Al riguardo la Commissione statunitense, anche sulla base del principio sancito della prevalenza della sostanza sulla mera forma contrattuale, ha ritenuto non sufficiente la mera qualificazione del *token* in questione come *utility token*, essendo al contrario necessario verificare se sussistano gli elementi caratterizzanti il contratto di investimento. In particolare, è stato osservato come le modalità¹⁷⁶

by SEC Chairman Jay Clayton and CFTC Chairman J. Christopher Giancarlo: Regulators Are Looking at Cryptocurrency, Jan. 25, 2018; Joint Statement by SEC and CFTC Enforcement Directors Regarding Virtual Currency Enforcement Actions, Jan. 19, 2018; Statement of Chairman Jay Clayton and Commissioners Kara M. Stein and Michael S. Piwowar on "NASAA Reminds Investors to Approach Cryptocurrencies, Initial Coin Offerings and Other Cryptocurrency-Related Investment Products with Caution" by NASAA, Jan. 4, 2018; Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings, Dec. 11, 2017; disponibili al seguente indirizzo: <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-potentially-unlawful-promotion-icos>.

¹⁷³ La decisione è reperibile al seguente indirizzo internet https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ia_icorelatedclaims

¹⁷⁴ Nei messaggi promozionali della vendita svolti dall'emittente, inoltre, veniva evidenziata l'aspettativa di profitto da parte degli investitori, derivante dall'aumento di valore dei *token* in conseguenza della maggior diffusione del progetto nonché dalla circostanza che essi sarebbero poi circolati sul mercato secondario

¹⁷⁵ Nicotra M., *il regime giuridico delle ICOs. Analisi comparata e prospettive regolatorie italiane*, in Diritto Bancario, 2019, pg. 6

¹⁷⁶ Viene citata ad esempio l'attività promozionale svolta su Facebook, dove venivano promessi ritorni economici agli investitori o incrementi di valore nel tempo

adottate nell'offerta avrebbero generato nell'acquirente del MUN Token la legittima aspettativa di un profitto relativo al lavoro altrui (elemento quest'ultimo derivante dall'*Howey Test*), nel caso specifico lo sviluppo di una piattaforma da parte della società emittente; tali caratteristiche sono state ritenute dalla SEC come sufficienti per far rientrare i *token* nella categoria del contratto di investimento, con la conseguente applicazione della relativa disciplina. Giova inoltre sottolineare come la SEC, nell'intervento in questione, ha chiarito come la fattispecie del contratto di investimento può essere integrata anche qualora non siano stati previsti dividendi o ritorni nonché in caso di utilizzo pratico del *token* (a cui sia associato un valore d'uso).

Come già sottolineato in precedenza, la Commissione negli anni successivi è intervenuta ripetutamente con varie azioni di tutela, e, sostenendo come l'operatività di tali soggetti non fosse conforme alle disposizioni contenute nella normativa statunitense, in quanto svolta in assenza delle autorizzazioni necessarie. Risulta evidente quindi l'adozione negli Stati Uniti di una interpretazione estensiva dei *crypto-assets*, che, arrivando in diverse occasioni ad assimilare *utility token* a contratti di investimento, ha generato non poche perplessità circa l'idoneità delle *ICOs* come strumenti di raccolta del capitale, soprattutto in ragione della non facile distinzione, nel caso concreto, tra *utility token* e *security token*.

In relazione all'orientamento così delineato della SEC¹⁷⁷, confermato anche da alcune corti federali¹⁷⁸, va sottolineato come taluni autori abbiano rappresentato la necessità di elaborare criteri di distinzione maggiormente definiti tra *utility token* e *security token*; in particolare, è stata proposta l'introduzione di un test volto ad appurare se l'offerta iniziale sia condotta con la reale intenzione, da parte del promotore, di portare a compimento il progetto che si intende finanziare tramite la vendita dei *token*, affinché gli acquirenti abbiano quale scopo primario quello del

¹⁷⁷ Rileva in tal senso il “*Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets*” che, pur non costituendo un documento ufficiale della Commissione, riunisce le linee interpretative che i componenti della stessa adottano nella conduzione dell'*Howey Test* su *asset* digitali

¹⁷⁸ Si veda il caso *United States v. Zaslavskiy* presso la corte federale di New York al link <https://www.courtlistener.com/docket/6317033/united-states-v-zaslavskiy/>

suo utilizzo, più che un ritorno sull'investimento derivante dall'acquisto¹⁷⁹. In aggiunta a ciò, nel 2018 è stata presentata da parte di alcuni deputati una proposta di legge, nota come *Token Taxonomy Act*, volta ad escludere talune tipologie di *crypto-assets* dall'applicazione del *Securities Act* del 1933.

4.2 La casistica dell'Unione Europea: dal “*Virtual Financial Asset Act*” della Repubblica di Malta al “*Loi Pacte*” della Francia

In Europa, Malta risulta essere il primo paese ad aver disciplinato attraverso una normativa *ad hoc* le *Initial Coin Offerings*; ciò è avvenuto con l'entrata in vigore nell'ottobre 2018 di un *corpus* normativo¹⁸⁰ noto come “*Virtual Financial Assets Act*”¹⁸¹. Si noti come, a tal fine, nell'ordinamento maltese sia stata istituita una nuova e distinta autorità governativa, nota come “*Malta Digital Innovation Authority*”, con il compito di autorizzare le iniziative di raccolta di capitali attraverso l'utilizzo di tecnologie a registro distribuito, nonché di vigilare sui soggetti destinatari di tali autorizzazioni ed esercenti queste attività. Per ciò che concerne il VFA, l'obiettivo principale di tale quadro normativo è di “*regulate the field of Initial Virtual Financial Asset Offerings and Virtual Financial Assets and to make provision for matters ancillary or incidental thereto or connected therewith*”; si guarda pertanto a strumenti innovativi di raccolta che realizzano lo scambio di *virtual financial asset* emessi dall'offerente con i fondi degli investitori. Secondo le previsioni normative, un *virtual financial asset* viene definito come “qualsiasi forma di registrazione digitale di uno strumento utilizzato come mezzo di scambio, unità di conto o deposito di valore, e che non è moneta elettronica, strumento finanziario o *token* virtuale, intendendosi con tale ultima definizione uno strumento registrato digitalmente che non ha utilità, valore o applicazione al di fuori di una *DLT* o che sia emesso e possa essere scambiato con fondi solamente su tale piattaforma e direttamente dall'emittente¹⁸². Di conseguenza, anche nell'ambito

¹⁷⁹ Nicotra M., *il regime giuridico delle ICOs. Analisi comparata e prospettive regolatorie italiane*, in *Diritto Bancario*, 2019, pg. 9

¹⁸⁰ L'emanazione della normativa primaria in questione è stata preceduta da apposita consultazione rivolta al mercato al fine di ricevere *feedback* in ordine alla metodologia da adottare

¹⁸¹ Legge n. 43/2018 della Repubblica di Malta

¹⁸² Sarzana Di S. Ippolito F. E Nicotra M., *Diritto della Blockchain, Intelligenza artificiale e IoT*, Wolters Kluwer Italia, 2018, pg. 185

dell'intervento in questione, come già osservata in relazione all'approccio italiano, è necessario un preventivo esercizio definitorio¹⁸³: *in primis*, qualora il *token* non presenta alcun valore o applicazione all'esterno della piattaforma, e non può che essere oggetto di scambio con fondi all'interno della piattaforma o con l'emittente, questo deve essere classificato come *token* virtuale, in quanto tale escluso dalla disciplina del mercato dei capitali. Se non è possibile la qualificazione come *token* virtuale, questo dovrà essere confrontato con la categoria degli strumenti finanziari della MIFID II; se non è riconducibile a tale categoria, allora il *token* verrà qualificato come *virtual financial asset*, escluso dal perimetro della disciplina europea e sottoposto alla normativa *ad hoc* oggetto della presente analisi¹⁸⁴. Effettuate tali premesse definitorie, ed entrando nel merito dell'intervento normativo, questo sembra basarsi su due elementi cardine: il *white paper* ed il *VFA agent*.

Per quel che concerne il primo elemento, relativo alla redazione del *white paper* da parte dell'emittente, l'articolo 4 del VFA stabilisce come il documento debba contenere una serie di informazioni concernenti: le modalità in base alle quali i fondi raccolti saranno utilizzati per realizzare il progetto imprenditoriale; il numero totale di *virtual financial asset* emessi e le loro caratteristiche; il meccanismo di *refund* qualora non venga raggiunto l'obiettivo alla base dell'offerta; una descrizione dettagliata dei rischi associati alle attività finanziarie oggetto dell'offerta; il periodo durante il quale l'offerta è aperta. Si tratta di informazioni presenti in quasi tutti i *white paper*, ma con un'importante differenza: la veridicità delle notizie trasmesse al pubblico è garantita dalla presenza di un'Autorità che ha il compito di registrare e validare il *white paper* solo dopo aver verificato la correttezza formale e sostanziale di quest'ultimo¹⁸⁵. Tra i profili di novità, il VFA si segnala per l'obbligo, relativo al *white paper*, di diffondere le informazioni necessarie per consentire agli investitori di effettuare una valutazione

¹⁸³ A supporto degli operatori l'Autorità maltese ha rilasciato le c.d. *Financial Instrument Test – Guidelines*, attraverso cui è possibile determinare la riconducibilità del *crypto-asset* ad una delle 4 categorie sopra menzionate

¹⁸⁴ Ferrais L., *Le Initial Coin Offering: fattispecie in cerca di autore*, in Paracampo M. T., *Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Secondo volume, Torino, Giappichelli Editore, 2019, pg. 301

¹⁸⁵ Pirani P.P., *gli strumenti della finanza disintermediata: Initial Coin Offering e Blockchain*, *Analisi giuridica dell'economia*, 1, Il Mulino, 2019, pg. 347

consapevole dell'investimento secondo modalità di facile comprensione, in forma sintetica e facendo ricorso ad un linguaggio non tecnico; è previsto inoltre il dovere per l'emittente di segnalare all'autorità competente eventuali circostanze che intervengono tra la pubblicazione del *white paper* ed il termine della campagna: accadimenti storici che devono essere comunicati agli investitori mediante la pubblicazione di un supplemento, con il riconoscimento del diritto di recesso in favore di coloro che abbiano già sottoscritto l'offerta. Infine, devono essere indicati i riferimenti del soggetto emittente: denominazione sociale, oggetto sociale, composizione del consiglio di amministrazione dell'emittente e relativa situazione finanziaria. L'emittente è altresì responsabile dei danni patrimoniali subiti dagli investitori che hanno acquistato *crypto-assets* sulla base di informazioni fuorvianti, imprecise o incoerenti contenute nel *white paper*, salvo il caso in cui il promotore dimostri che si poteva ragionevolmente ritenere che le informazioni pubblicate erano corrette e veritiere.

La seconda peculiarità dell'approccio maltese è relativa al c.d. *VFA agent*: un avvocato, dottore commercialista, revisore contabile, o un ente giuridico registrato presso la giurisdizione maltese, nominato dall'emittente e chiamato a svolgere due funzioni principali: di *advisory* preventiva e di controllo operativo sull'offerta e sull'intera campagna, cooperando altresì con l'autorità competente¹⁸⁶. Relativamente alle funzioni di controllo, è compito del *VFA agent* assicurarsi che l'emittente possenga tutti i requisiti previsti dalla normativa al fine di poter promuovere una *ICO*, comunicare altresì all'autorità competente qualsiasi informazione o accadimento storico concernente l'*ICO*. Rilevanti sono anche le funzioni di *advisory*: il *VFA agent* deve supportare l'emittente su tutte le questioni relative all'ammissione delle attività finanziarie virtuali, consigliare i promotori in merito agli obblighi sanciti dalla normativa maltese, e fungere da collegamento tra l'emittente e l'autorità di vigilanza per la registrazione del *white paper* e la negoziazione degli *asset* digitali.

Come già sottolineato in precedenza, è previsto il rilasciato da parte dell'autorità competente di una specifica licenza, quale condizione per il legittimo

¹⁸⁶ Orlando S. e Capaldo G. (a cura di), *Osservatorio Giuridico sull'Innovazione Digitale*, Sapienza Università Editrice, Annuario 2021, pg. 193

svolgimento della relativa attività, attraverso la presentazione di apposita istanza da parte del *VFA agent*, la quale dovrà contenere: il domicilio in Malta, rilevante ai fini dell'esercizio dell'attività; il programma dettagliato in cui si descrivano i sistemi, i protocolli di sicurezza, nonché ogni altro aspetto che l'autorità richieda di illustrare; gli oneri e/o contributi di vigilanza, che saranno rimborsati in caso di mancato accoglimento dell'istanza¹⁸⁷. Sarà poi l'autorità competente a dover procedere alla valutazione dell'istanza presentata, potendo altresì richiedere l'integrazione dei dati e delle informazioni in essa contenute, qualora lo ritenga necessario. Si noti inoltre, come la normativa maltese dia attenzione anche ai c.d. *VFA services*, che possono essere svolti da terzi soggetti diversi dall'*issuer*, tra cui rilevano: ricezione e trasmissione di ordini, negoziazione per conto proprio, esecuzione di ordini per conto di terzi, gestione di portafoglio, custodia, e consulenza finanziaria.

Infine, a tutela del mercato sono state predisposte specifiche disposizioni penali contenute nella quarta sezione, intitolata "prevenzione di abusi di mercato". In particolare, vengono qualificate come reati le condotte di "*insider dealing*" e di manipolazione di mercato, similmente all'impostazione adottata dalla normativa italiana, e contenuta nel TUF.

È importante sottolineare poi come sia stabilita la salvezza, e non potrebbe essere altrimenti stante la partecipazione del Paese all'Unione Europea, di tutte le disposizioni che disciplinano gli strumenti finanziari. Si noti, inoltre, come risultano esclusi dalla disciplina in questione quei *crypto-assets* non negoziati su piattaforme di scambio.

L'approccio così delineato della Repubblica di Malta si presenta senza dubbio come lodevole, in quanto primo esempio a livello comunitario di una disciplina organica concernente fenomeni come la *DLT* e le *ICOs*, che ha introdotto un regime *ad hoc* per gli strumenti non riconducibili a categorie giuridiche esistenti, idoneo a rispondere alle peculiarità proprie delle nuove tecnologie secondo l'approccio noto come "*new functionality, new rules*"; in questo modo è stato altresì possibile evitare sforzi interpretativi al fine rendere applicabile la normativa già in

¹⁸⁷ Callegaro F., *Virtual Financial Assets: un primo complesso approccio legislativo. Analisi della regolamentazione maltese*, in *Diritto Bancario*, 2019, pg. 5

vigore, pensata in epoca pre-digitale e non adeguata a cogliere i rischi connessi all'innovazione tecnologica. Ciò nondimeno, le modalità¹⁸⁸ attraverso cui si è raggiunto tale obiettivo sollevano alcune criticità, in particolare per ciò che concerne la creazione di un quadro normativo eccessivamente rigido, con la trasposizione, in alcuni casi, di regole tradizionali (pensate per le *IPO* ad esempio), ed il conseguente rischio di disincentivare lo sviluppo del fenomeno al livello nazionale¹⁸⁹.

Spostando l'attenzione sul secondo intervento regolatorio (europeo) oggetto della presente analisi, quello francese, è necessario innanzitutto prendere le mosse dalla pubblicazione, nell'ottobre 2017, di un Documento di consultazione¹⁹⁰ da parte dell'autorità dei mercati finanziari francese, l'AMF, in cui venivano proposte tre diverse opzioni di intervento legislativo: la promozione di *best practices* senza modifica della legislazione vigente; l'inclusione delle *ICOs* nella disciplina esistente in materia di offerte di titoli al pubblico; la proposta di una disciplina *ad hoc*. In esito alla consultazione la maggioranza degli *stakeholders* ha risposto in senso favorevole alla terza soluzione, ovvero all'introduzione di un regime *ad hoc*. Questo avrebbe dovuto avere quale obiettivo quello di disciplinare il contenuto del *white paper*, che fornisce informazioni minimali per gli investitori, fra cui: diritti connessi ai *tokens*, progetto imprenditoriale alla base dell'*ICO*, disciplina contabile applicabile ai fondi raccolti. È stata inoltre sottolineata la necessità di identificare il promotore dell'offerta, nonché gli amministratori e i fondatori, prevedendo altresì un'autorizzazione volontaria o l'approvazione da parte dell'AMF del documento informativo di cui sopra, al fine di assicurare la veridicità delle informazioni in esso

¹⁸⁸ Diversi sono i requisiti, dettagliati e talvolta gravosi, introdotti dalla normativa: regole in materia di abusi di mercato o di diffusione di informazioni riservate, il potere dell'Autorità competente di vietare o sospendere lo scambio di un *virtual financial asset* quotato su uno o più mercati secondari, la nomina di un *VFA agent* e l'ammissione alla negoziazione dei *virtual financial assets* solo nel caso in cui l'emittente soddisfi specifici requisiti di capacità economica, finanziaria, organizzativa e onorabilità

¹⁸⁹ Pirani P.P., *gli strumenti della finanza disintermediata: Initial Coin Offering e Blockchain*, Analisi giuridica dell'economia, 1, Il Mulino, 2019, pg. 348

¹⁹⁰ AMF, "*Document de consultation sur le Initial Coin Offerings (ICOs)*", 2017, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.amf-france.org/en/news-publications/public-consultations/amf-public-consultation-initial-coin-offerings-icos>

contenute¹⁹¹. Tale consultazione è stata seguita dall’emanazione, nel maggio 2019, del c.d. “*Loi Pacte*”, che introduce in Francia un regime regolamentare facoltativo per le *Initial Coin Offerings* nonché per i fornitori di servizi ed attività connesse ai *crypto-assets*. Partendo dall’oggetto dell’intervento normativo in questione, questo si focalizza sulla fattispecie degli *utility token*¹⁹² in quanto, al pari di quanto osservato dalla Consob nel suo Rapporto finale, i *crypto-assets* assimilabili agli strumenti finanziari sono soggetti all’applicazione della disciplina dei mercati finanziari di matrice europea¹⁹³. Relativamente agli aspetti definitivi, si noti come in Francia viene introdotta dalla normativa *ad hoc* una definizione generale di “*tokens*” (*jetons*) all’interno del *Code*, che pare dunque riferibile a qualsiasi tipologia di *crypto-assets*; dopodiché, per esclusione, il campo di applicazione della disciplina contenuta nel *Loi Pacte* viene delimitato solo a quei *jetons* che non risultino riconducibili alla categoria degli strumenti finanziari¹⁹⁴.

Per ciò che concerne il merito dell’intervento in questione, questo prevede l’introduzione, al livello nazionale, di un regime opzionale in forza del quale è possibile, per i promotori di offerte al pubblico di *utility token*, ottenere un’autorizzazione da parte dell’AMF, al ricorrere di determinate condizioni e per un periodo di tempo limitato (ovvero, per un massimo di sei mesi). I requisiti richiesti dal *Loi Pacte* all’emittente di *utility token* sono i seguenti: essere provvisto di personalità giuridica ed essere stabilito in Francia (mediante la diretta costituzione dell’entità giuridica in Francia o mediante registrazione di una succursale sul suolo francese); predisporre e fornire un documento informativo (il

¹⁹¹ Bruno S., *La raccolta del risparmio mediante emissione di cripto-attività: le Initial Coin Offering*, in Cassano G. e Di Ciommo F. e Rubino De Ritis M., *Banche, Intermediari e Fintech: i nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*. Milano, Giuffrè editore, 2021, pg. 289

¹⁹²ivi incluse quelle fattispecie c.d. “ibride” riconducibili a tale categoria, in virtù di un criterio di prevalenza dei loro specifici tratti. Conformemente a quanto sottolineato da Carriere P., in *Le offerte iniziali (ICOs) di cripto-attività (tokens): Italia-Francia, due approcci regolatori a confronto*, in Diritto bancario, 2020, l’ambito applicativo francese risulta essere più ampio rispetto a quello delineato dalla Consob, giacché vengono ricompresi nel primo anche quei *token* meramente rappresentativi di diritti connessi al trasferimento di beni mobili ed immobili, a prescindere dal requisito della negoziabilità

¹⁹³ “*ne s’applique pas à l’émission de jetons assimilables à des titres financiers mais exclusivement à l’émission de jetons dits de service*»

¹⁹⁴ Carriere P., *Le offerte iniziali (ICOs) di cripto-attività (tokens): Italia-Francia, due approcci regolatori a confronto*, in Diritto bancario, 2020, pg. 6

c.d. “*white paper*”), insieme alla notifica della *coin offering*; istituire un sistema volto a monitorare e segregare i *crypto-assets* raccolti durante l’offerta al pubblico¹⁹⁵; rispettare le disposizioni in tema di antiriciclaggio e antiterrorismo (AML/CTF); informare l’AMF circa qualsiasi variazione 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).

Trattandosi di un regime opzionale, e quindi facoltativo, rimane ferma la possibilità di raccogliere capitale anche in assenza dell’autorizzazione da parte della AMF, tuttavia in tale ipotesi l’emissione di *crypto-assets* potrà essere rivolta ad un numero limitato di sottoscrittori, non caratterizzandosi quindi come un’offerta al pubblico, bensì come un *private placement*¹⁹⁶; difatti, soltanto le offerte che hanno ottenuto l’approvazione dell’autorità francese potranno essere commercializzate direttamente al pubblico francese. Di conseguenza, pur trattandosi di un regime ispirato alla logica dell’*opt-in*, identica a quella alla base dell’approccio regolamentare della Consob, questo sembra lasciare margini di operatività fortemente ridotti agli emittenti di *crypto-assets*, forzando così l’adozione del nuovo regime regolamentare¹⁹⁷.

Focalizzandosi sull’elemento centrale della normativa, il c.d. *white paper*, questo deve contenere innanzitutto un avvertimento rivolto al pubblico degli investitori, per informarli sui rischi connessi alle *Initial Coin Offerings* nonché della potenziale perdita, totale o parziale, delle somme investite; è previsto inoltre che il documento in questione contenga una descrizione dettagliata delle finalità relative

¹⁹⁵ L’*Instruction Amf* Doc-2019-06 fornisce anche degli esempi di sistemi di monitoraggio e salvaguardia dei *crypto-assets* raccolti 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, l’utilizzo di *smart contracts* basati su *DLT*

¹⁹⁶ Berruto A., *La nuova disciplina francese dei crypto-asset: un imperfetto tentativo regolatorio*, in *Diritto bancario*, 2020, pg. 3

¹⁹⁷ Al riguardo, si veda quanto sottolineato in Carriere P., *Initial Coin Offerings (ICOs): Italia-Francia, due approcci regolatori a confronto*, in *Diritto Bancario*, 2020: “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.)”

all'autorizzazione concessa dall'AMF, la quale non ha tuttavia per oggetto il merito commerciale dell'offerta che si intende promuovere. È altresì prevista, in richiamo dei principi caratterizzanti la disciplina tradizionale del mercato dei capitali, l'introduzione di una dichiarazione obbligatoria da parte del soggetto responsabile per la materiale redazione del documento, concernente l'accuratezza delle informazioni ivi contenute. Infine, viene sancito l'obbligo per l'emittente di rendere disponibile al pubblico l'esito dell'offerta entro due giorni lavorativi dalla conclusione della stessa. Il comunicato richiesto deve contenere alcune informazioni di base, tra cui: il numero totale di *token* dello stesso tipo emessi; la struttura di allocazione dei *token* per tipologia di sottoscrittore e, ove applicabile, l'importo dei fondi e dei *crypto-assets* raccolti durante il periodo di offerta e già utilizzati dall'emittente; la quantità di fondi e *crypto-assets* raccolti durante il periodo di offerta. L'iter informativo termina con l'esame della bozza di documento da parte dell'autorità di vigilanza, la quale è tenuta a comunicare la sua approvazione o meno nel termine di venti giorni lavorativi dal ricevimento della domanda di autorizzazione; nel caso di mancata approvazione, l'AMF è tenuta a motivare la sua decisione a riguardo.

La normativa francese introduce poi una licenza speciale, anch'essa sopposta al meccanismo *opt-in*, per un'ulteriore categoria di soggetti, i c.d. *digital asset services provider*¹⁹⁸, in cui vengono ricompresi: gestori di sistemi di scambio, operatori che offrono servizi di custodia, negoziatori su base continuativa di *crypto-assets* (*broker/dealer*), operatori che offrono servizi di investimento connessi a tali strumenti¹⁹⁹. Tra i principali obblighi a cui devono sottostare i fornitori di servizi connessi ai *crypto-assets*, rilevano innanzitutto specifici requisiti concernenti la

¹⁹⁸ Tra i servizi associati ai *crypto-asset* che sono inclusi nel 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.

¹⁹⁹ Ferrais L., *Le Initial Coin Offering: fattispecie in cerca di autore*, in Paracampo M. T., *Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Secondo volume, Torino, Giappichelli Editore, 2019, pg. 299

prevenzione di frodi e di rischi operativi, nonché misure relative alla sicurezza degli investitori, con la previsione di meccanismi di resilienza dei sistemi informatici, di controllo interno, e di prevenzione di potenziali conflitti di interesse. Sono poi stabiliti specifici obblighi informativi a tutela degli investitori, rappresentati in particolare dall'obbligo di non fornire informazioni fuorvianti, di comunicare in modo chiaro e preciso, e di pubblicare la politica tariffaria vigente. Infine, anche per tali soggetti è richiesto il rispetto della normativa in materia di antiriciclaggio e contrasto al finanziamento del terrorismo. È importante ribadire come il regime applicabile ai *provider* è opzionale, di conseguenza, qualora questi decidano di non optare per il meccanismo di *opt-in*, gli sarà comunque consentito di svolgere la propria attività in modo lecito.

Si sottolinea poi come il carattere opzionale del regime appena descritto subisce una deroga in relazione a quei *providers* che offrono particolari tipologie di servizi, ossia servizi di custodia e/o acquisto e vendita di *crypto-assets* da o verso valute aventi corso legale in Francia. Tali fornitori saranno quindi tenuti a registrarsi presso l'AMF; questa a sua volta, una volta ottenuto il consenso dell'ACPR, dovrà pubblicare sul proprio sito internet un elenco di fornitori registrati di servizi di *crypto-assets*²⁰⁰.

L'impianto normativo francese così descritto risponde essenzialmente all'intenzione del legislatore di voler disciplinare, in maniera organica e completa, il fenomeno delle cripto-attività e delle connesse offerte sul mercato. Da questo punto di vista, è senz'altro apprezzabile il compresso raggiunto all'interno del *Loi Pacte*, che si presenta come un bilanciamento tra l'applicazione di regole tradizionali e la comprensione delle specificità proprie delle nuove tecnologie. In particolare, è importante evidenziare come il modello regolatorio francese pare coerente con il modello operativo di ogni ICOs, ed essenzialmente della sua natura disintermediata, che vede una attività di offerta e collocamento svolta direttamente ad opera dell'"emittente", tendenzialmente senza l'intervento di alcun altro soggetto²⁰¹. Ciò nondimeno, una simile impostazione non è priva di limiti. In

²⁰⁰ Berruto A., *La nuova disciplina francese dei crypto-asset: un imperfetto tentativo regolatorio*, in *Diritto bancario*, 2020, pg. 5

²⁰¹ Berruto A., *La nuova disciplina francese dei crypto-asset: un imperfetto tentativo regolatorio*, in *Diritto bancario*, 2020, pg. 12

particolare, la limitazione alla diretta commercializzazione dell'offerta presso il pubblico francese, in caso di mancata autorizzazione da parte dell'AMF, risulta essere frutto di un'impostazione eccessivamente rigida nei confronti dei nuovi operatori, andando oltre quanto prospettato nel nostro ordinamento dalla Consob.

La presente analisi, pur facendo riferimento al quadro generale dell'Unione Europea, si è focalizzata principalmente sull'approccio adottato dalla Repubblica di Malta e dalla Francia, in quanto esempi più rilevanti di interventi organici e completi in materia di *crypto-assets* e di *Initial Coin Offering*. In particolare, come sopra anticipato, la disciplina maltese risulta di primaria importanza in quanto primo esempio di regolamentazione della fattispecie al livello europeo, mentre l'intervento francese è particolarmente interessante per i molteplici profili di connessione e confronto con quello italiano. Ciò nondimeno, altre giurisdizioni europee si sono di recente interessate al fenomeno in questione²⁰².

5. Considerazioni conclusive: tecniche di regolamentazione e rischio di frammentazione

Da quanto fin qui esposto emerge con evidenza l'esponentiale crescita dell'interesse dei *regulators* nei confronti del fenomeno delle cripto-attività, anche in ragione dei potenziali significativi rischi connessi a tali attività.

Come illustrato, l'attenzione dei regolatori sembra indirizzarsi verso due direttrici differenti: da un lato, quella che mira ad adattare ai nuovi fenomeni la disciplina esistente in materia di mercati finanziari, di matrice prevalentemente europea; si tratta dell'approccio seguito in particolar modo dall'ESMA, anche in ragione dei compiti istituzionali ad essa attribuiti; dall'altro, quella orientata all'introduzione di una diversa e specifica regolamentazione per tutte quelle

²⁰² Al riguardo, la Germania ha adottato nel gennaio 2020 uno specifico regime normativo per i *crypto-assets*, in sede di recepimento della V Direttiva antiriciclaggio, grazie all'introduzione di una nuova categoria di strumenti finanziari, mirando a disciplinare tutti i *tokens* rilevanti per i mercati finanziari. In particolare, le attività crittografiche sono definite come: rappresentazioni digitali del valore; non emesse o garantite da una banca centrale o da un'autorità pubblica; non possiedono lo status giuridico di moneta o denaro; sulla base di un accordo o di una pratica effettiva possono essere accettati come monete di scambio; possono servire a fini di investimento; possono essere trasferiti, memorizzati e scambiati elettronicamente. Ancora, il Liechtenstein ha introdotto ad ottobre 2019 una specifica disciplina per i *token* nonché per i fornitori di servizi associati a quest'ultimi.

tipologie di *crypto-assets* non riconducibili a categorie giuridiche esistenti; su quest'ultima si indirizza invece l'azione dei diversi Stati membri²⁰³. Prendendo come punto di riferimento il contesto europeo, gli interventi oggetto di trattazione risultano accomunati dal medesimo ambito oggettivo, sopra evidenziato, con alcune differenze: in particolare, tanto l'approccio maltese quanto quello italiano escludono espressamente dal nuovo regime i *token* non destinati allo scambio, richiedendo quindi lo specifico requisito della negoziabilità, non previsto invece dalla normativa francese. Inoltre, la Commissione italiana delimita ulteriormente il proprio ambito di intervento, escludendo dal perimetro normativo "le operazioni di mera tokenizzazione di diritti relativi al trasferimento di beni mobili o immobili, o parti di essi"; ciò in quanto, non essendo ancorate ad un progetto imprenditoriale, e non comportando quindi la promessa di un bene o servizio da realizzare, possono prestarsi a comportamenti opportunistici, tesi a raccogliere risparmio in assenza del quadro di tutele tipico garantito dalle vigenti norme di diritto societario, fallimentare e dei mercati finanziari. Ovviamente, in tutti i casi sarà comunque necessario per gli operatori procedere preliminarmente ad un giudizio di comparabilità con la categoria di strumenti finanziari della MIFID II, in quanto solo i *crypto-assets* non riconducibili a tali strumenti potranno essere inclusi nel regime *ad hoc* così delineato.

Un ulteriore elemento che accomuna gli interventi regolatori illustrati, e che attiene alle modalità di regolamentazione adottate, è l'ampio ricorso ad apposite e ampie consultazioni rivolte agli operatori del mercato ed esperti del settore, al fine di ottenere utili *feedback* sull'approccio da adottare. In particolare, è degna di nota la consultazione avviata dall'AMF, in cui gli *stakeholders* sono stati interpellati anche sul tipo di opzione regolamentare da adottare. Se la valorizzazione e il potenziamento di meccanismi di coinvolgimento dei destinatari delle norme (gli *stakeholders*) e, più in generale, della c.d. "società civile" rappresentano da tempo elementi cardine della cosiddetta "buona regolamentazione", l'acquisizione di dati, informazioni e opinioni da parte dei destinatari e dei beneficiari in senso ampio di

²⁰³ I *crypto-assets* qualificabili alla stregua di strumenti finanziari o moneta elettronica risultano infatti sottoposti alla relativa normativa di armonizzazione europea, sovraordinata nella gerarchia delle fonti, e di conseguenza non suscettibile di modifica da parte delle singole giurisdizioni appartenenti all'Unione europea

una futura normativa appare particolarmente importante in relazione a temi nuovi e sfidanti come il *FinTech*, rispetto ai quali è essenziale raccogliere, con maggiore ampiezza e libertà di espressione, i suggerimenti del mercato²⁰⁴.

Per quanto attiene al contenuto del regime proposto dagli Stati membri, è opportuno differenziare l'approccio maltese da quanto effettuato in Italia e in Francia. Difatti, il VFA maltese risulta imporre oneri eccessivamente gravosi ai nuovi operatori del mercato, tra cui l'applicazione di regole in materia di diffusione di informazioni privilegiate e abusi di mercato, la nomina di un VFA *agent*, la subordinazione dell'ammissione alla negoziazione al rispetto, da parte degli emittenti, di capacità finanziaria, economica ed organizzativa; in definitiva, si delinea un sistema piuttosto articolato e complesso che appare sproporzionato in relazione agli interessi in gioco, in particolare per ciò che concerne la situazione della Repubblica di Malta²⁰⁵. Altro elemento indicativo del carattere eccessivamente rigido del VFA è rappresentato dall'assenza di qualsivoglia meccanismo opzionale e facoltativo per gli emittenti, lasciando quindi poco margine di discrezionalità in capo a questi ultimi.

Diversamente da quanto sopra evidenziato, l'approccio francese e quello italiano risultano essere più *light*, focalizzati principalmente su profili informativi e sollecitatori, che non vanno quindi ad influenzare il carattere eminentemente disintermediato proprio dell'offerta; tuttavia, in relazione a tale ultimo aspetto la proposta della Consob sembra discostarsene almeno in parte richiedendo, qualora ci si voglia avvalere del meccanismo di *opt-in*, di ricorrere ad una serie di nuovi operatori specializzati, le piattaforme di offerta e quelle di negoziazione e scambio, i cui requisiti sono individuati dalla Commissione stessa. Altro elemento di flessibilità concerne la previsione, da parte di entrambe le giurisdizioni, di un meccanismo opzionale o facoltativo, lasciando così possibilità di scelta agli operatori del mercato²⁰⁶.

²⁰⁴ Sciarbone Alibrandi A., *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività: il nuovo approccio regolatorio della Consob*, Rivista di diritto bancario, 2019, pg. 1

²⁰⁵ Si veda al riguardo le statistiche dell'*Icowatchlist*, all'indirizzo <https://icowatchlist.com/it/geo-2/>, in cui vengono riportate, divise per Paese, il numero di *ICOs* promosse e il totale dei fondi raccolti

²⁰⁶ Con la rilevante conseguenza che, in caso di *opt-out*, mentre in Francia gli operatori non potranno procedere alla commercializzazione diretta dell'offerta, in Italia, se emittenti strumenti assimilabili a prodotti finanziari saranno sottoposti alla disciplina tradizionale, se invece emittenti strumenti diversi non potranno avvalersi del "marchio di qualità" offerto dal regime derogatorio proposto

Si sottolinea infine la scelta, operata sia dalla Francia che da Malta di imporre il requisito di insediamento territoriale nel rispettivo Stato membro in capo all'emittente. Se tale opzione può essere giustificata dalla necessità di poter godere di adeguati strumenti di *enforcement*, o anche dalla volontà di riservare l'accesso al mercato domestico solo a quelle offerte che appaiano meritevoli in base a valutazioni di politica industriale nazionale, si osserva come un tale approccio risulta in evidente controtendenza rispetto alla intrinseca e specifica natura del fenomeno, ispirato ad una filosofia di decentralizzazione e disintermediazione, globalizzazione²⁰⁷.

Tutto ciò premesso, appare evidente come il diffondersi di regimi regolamentari diversi tra le varie giurisdizioni dell'Unione europea, per quanto rispondenti alle medesime finalità di tutela degli investitori e supporto all'innovazione tecnologica, porta con sé il rischio di frammentare il mercato e favorire fenomeni di arbitraggio regolamentare. I nuovi *players* dovrebbero poter svolgere le rispettive attività in forza di ordinamenti giuridici il più possibile uniformi, senza dover essere limitati dai confini territoriali; di conseguenza, proprio questo risulta essere lo scopo primario che il legislatore europeo è chiamato a perseguire, ossia il superamento di interventi “a macchia di leopardo” e l'individuazione di un set comune di regole, supportando l'emersione di tali nuovi fenomeni e assicurando adeguate garanzie di tutela degli investitori. L'esigenza di un intervento del diritto è allora auspicabile, nella misura in cui il livello di tutela sia proporzionato a elementi quali l'innovazione e la competitività.

²⁰⁷ Carriere P., *Le offerte iniziali (ICOs) di crypto-attività (tokens): Italia-Francia, due approcci regolatori a confronto*, in *Diritto bancario*, 2020, pg. 17

CAPITOLO TERZO – LA *DIGITAL FINANCE STRATEGY* EUROPEA

SOMMARIO: *1. L'Unione europea quale soggetto promotore della finanza digitale – 2. Un regime armonizzato per il mercato dei crypto-assets (MiCAR) – 2.1. L'emissione di utility token: l'impianto (prevalentemente) informativo – 2.2. Le disposizioni in materia di crypto-asset services provider – 2.3. Un (necessario) confronto con l'approccio regolatorio della Consob – 3. Un regime pilota per i security token (Pilot regime) – 3.1. L'impianto autorizzativo e regolamentare per il mercato secondario – 3.2. L'emissione sul mercato primario: l'assenza di una lex cryptographia italiana – 4. Considerazioni conclusive: l'approccio del regolatore europeo alla luce del principio di neutralità tecnologica*

1. L'Unione europea quale soggetto promotore della finanza digitale

Il quadro regolamentare così delineato nel precedente capitolo, fortemente disomogeneo ed incompleto, è stato di recente innovato in forza dell'intervento della Commissione Europea, attraverso la promozione di un ambizioso progetto di digitalizzazione del mercato finanziario. In particolare, il 24 settembre 2020 è stata presentata dalla Commissione la "Strategia in materia di finanza digitale per l'Unione europea"²⁰⁸, unitamente alle seguenti misure legislative: la proposta di regolamento sui mercati di cripto-attività²⁰⁹ (MiCAR); la proposta di regolamento concernente un regime pilota sulla tecnologia di registro distribuito²¹⁰ (Pilot regime); la proposta di regolamento in materia di resilienza operativa digitale per il settore finanziario²¹¹ (DORA); nonché una proposta di direttiva finalizzata a modificare talune disposizioni vigenti in materia di servizi finanziari²¹². Tale progetto fa parte del più ampio pacchetto per la finanza digitale, in cui è altresì ricompresa la Strategia europea per i pagamenti al dettaglio²¹³. La nuova Strategia, prendendo le mosse dai lavori del Parlamento europeo nonché dai contributi delle altre istituzioni europee, si presenta per certi profili in linea di continuità rispetto alle evidenze contenute nel Piano d'Azione del 2018²¹⁴, introducendo tuttavia nuovi obiettivi individuati sulla base dell'evoluzione tecnologica e dell'intero fenomeno *FinTech*. Peraltro, i lavori in questione sono stati preceduti da molteplici consultazioni pubbliche, svoltesi durante il 2019 e il 2020, che hanno visto il

²⁰⁸ *Communication on a Digital Finance Strategy for the European Union*, 2020, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020DC0591>

²⁰⁹ *Proposal for a Regulation on Markets in Crypto-assets*, 2020, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020PC0593>

²¹⁰ *Proposal for a Regulation on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology*, 2020, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020PC0594>

²¹¹ *Proposal for a Regulation on digital operational resilience for the financial sector*, 2020, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020PC0595>

²¹² *Proposal for a Directive amending Directives 2006/43/EC, 2009/65/EC, 2009/138/EU, 2011/61/EU, EU/2013/36, 2014/65/EU, (EU) 2015/2366 and EU/2016/2341*, 2020, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020PC0596>

²¹³ *Communication on a Retail Payments Strategy for the European Union*, 2020, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020DC0592>

²¹⁴ European Commission, *FinTech Action plan: for a more competitive and innovative European financial sector*, 2018, in https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-fintech_en

coinvolgimento non soltanto delle *European Supervisory Authorities*, in particolare l'ESMA e l'EBA, ma anche di un elevato numero di altri *stakeholders*.

La Commissione, partendo dalla consapevolezza per cui “un mercato unico digitale innovativo per i finanziamenti creerà benefici per i cittadini europei e sarà fondamentale per la ripresa economica dell'Europa, offrendo prodotti finanziari migliori per i consumatori e aprendo nuovi canali di finanziamento per le imprese”²¹⁵, ha ripartito la menzionata Strategia in quattro macro-aree ritenute prioritarie ai fini della transizione digitale²¹⁶. Una prima area attiene alle misure da mettere in atto al fine di rimuovere gli ostacoli che causano la frammentazione all'interno del mercato unico digitale del settore finanziario, affinché imprese e consumatori possano coglierne appieno le opportunità. Il secondo ambito di intervento concerne tutte le azioni volte a modificare l'attuale disciplina del mercato dei capitali, al fine di adattarlo alle specificità dell'innovazione digitale. La terza area ha ad oggetto la creazione di uno spazio comune di dati finanziari, cosicché ne possano beneficiare consumatori ed imprese tramite servizi finanziari efficienti e più competitivi. Infine, la quarta ed ultima area di intervento include le iniziative ritenute necessarie per poter fronteggiare i rischi della trasformazione digitale, con misure specifiche e trasversali.

Uno degli ambiti prioritari individuati dalla Strategia consiste nell'assicurare che il quadro normativo europeo sia favorevole all'innovazione e non ostacoli l'utilizzo delle nuove tecnologie, di cui i *crypto-assets* costituiscono una delle principali applicazioni in materia di servizi finanziari. L'attenzione a livello europeo verso tale fenomeno era stata già esplicitata dalla Commissione attraverso il Piano d'Azione del 2018, a cui ha fatto seguito l'*Advice* presentato nel gennaio 2019 dall'ESMA e dall'EBA sull'applicabilità ai *crypto-assets* del vigente quadro normativo in materia di mercati finanziari; a ciò si aggiungano gli interventi regolamentari, di diversa intensità e portata, adottati dai singoli Stati membri, che hanno costituito oggetto di trattazione nel precedente capitolo. Alla luce di tali sviluppi, nel settembre 2019 la Presidente della Commissione europea, Ursula von

²¹⁵ Così nella dichiarazione del Vicepresidente esecutivo Valdis Dombrovskis

²¹⁶ Per una trattazione più approfondita si veda: Paracampo M. T., *FinTech e la Strategia europea per il mercato unico tecnologico*, in *Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Primo volume, Torino, Giappichelli Editore, 2021, pg. 29

der Leyen, ha sottolineato l'importanza “*of a common approach with Member States on cryptocurrencies to ensure we understand how to make the most of the opportunities they create and address the new risks they may pose*”²¹⁷; inoltre, pur riconoscendo i rischi insiti in tali strumenti, Commissione e Consiglio hanno dichiarato congiuntamente l'impegno “*to put in place a framework that will harness the potential opportunities that some crypto-assets may offer*”²¹⁸.

In un simile contesto, il progetto presentato dalla Commissione europea rappresenta indubbiamente un ulteriore sforzo in supporto del pieno sviluppo di un mercato delle cripto-attività all'interno dell'Unione europea. In tal senso, da un lato la MiCAR mira ad introdurre una normativa armonizzata comunitaria per l'emissione di *crypto-assets* non inclusi nella legislazione vigente del settore finanziario, nonché per la prestazione di servizi che abbiano ad oggetto tali strumenti; dall'altro, il Pilot regime introduce una sperimentazione concernente la tokenizzazione di strumenti finanziari (*security token*), attraverso apposite deroghe alla disciplina vigente. Congiuntamente a tali proposte è stata altresì prevista l'introduzione di una direttiva finalizzata a modificare talune disposizioni della disciplina dei mercati finanziari, al fine di consentirne un adeguamento alle peculiarità proprie delle cripto-attività. Risulta doveroso sottolineare già in tale sede come la Strategia così delineata dalla Commissione sembra riprendere fedelmente l'impostazione avanzata dall'ESMA, nonché dalla Consob relativamente all'ordinamento italiano, concernente la distinzione tra *crypto-assets* non riconducibili a categorie giuridiche esistenti, per i quali risulta auspicabile l'introduzione di un regime *ad hoc*, e *crypto-assets* qualificabili alla stregua di strumenti finanziari, per cui è invece prevista l'applicazione della disciplina dei mercati finanziari, seppur con interventi di adeguamento ove opportuno.

Le proposte legislative in questione, ivi inclusa quella in materia di resilienza operativa digitale (DORA), sono un esempio di come il regolatore europeo stia cercando di effettuare un bilanciamento tra i due approcci regolamentari illustrati nel precedente capitolo, ossia “*same business, same risks*,

²¹⁷ Mission letter of President-elect Von der Leyen to Vice-President Dombrovskis, 2019

²¹⁸ Commissione Europea e Consiglio, *Joint statement on “stablecoins”*, 2019

same rules” e “*new functionality, new rules*”²¹⁹: l’applicazione di regole esistenti ad attività con rischi e caratteristiche analoghe ad attività già vigilate e l’introduzione di nuove disposizioni per quei fenomeni che non possono essere ricondotti all’esistente. Si tratta di un bilanciamento particolarmente complesso da effettuare, e non privo di rischi, come verrà evidenziato nel proseguo della trattazione, ma che va nella giusta direzione di stimolare l’innovazione preservando al tempo stesso la parità di trattamento con gli operatori tradizionali²²⁰ (anche noti come *incumbent*).

Delineato così il contesto di riferimento, è possibile procedere nei successivi paragrafi ad una trattazione completa del contenuto delle misure legislative concernenti il fenomeno dei *crypto-assets*, MiCAR e Pilot regime, al fine di trarre taluni spunti di riflessione sul complessivo intervento del regolatore europeo, precisando fin da subito che si tratta di proposte, allo stato attuale, ancora oggetto di negoziati tra gli Stati membri, e in quanto tali suscettibili di modifica.

2. Un regime armonizzato per il mercato dei *crypto-assets* (MiCAR)

Come è stato già osservato, la prima proposta legislativa rilevante per il mercato delle cripto-attività è rappresentata dalla MiCAR, che introduce una regolamentazione uniforme a livello europeo per quei *crypto-assets* non classificabili come strumenti finanziari ai sensi della MIFID II, nonché per i prestatori di servizi connessi a cripto-attività. L’intenzione del regolatore europeo alla base di tale disciplina risulta essere animata da quattro finalità principali: la certezza del diritto, essendo necessario un quadro giuridico solido che definisca chiaramente il trattamento normativo di tutti quei *token* non disciplinati affinché i mercati delle cripto-attività si sviluppino all’interno dell’UE; l’innovazione, in quanto per un pieno sviluppo dei *crypto-assets* e delle tecnologie *DLT* occorre istituire un quadro sicuro e proporzionato a sostegno dell’innovazione; un adeguato

²¹⁹ Difatti il terzo approccio possibile in relazione al *FinTech*, “*wait and see*”, può dirsi ormai superato, in particolar modo per quanto attiene ai *crypto-assets*, giacché è generalmente condivisa la necessità di una qualche forma di regolamentazione, al fine di poter far fronte alle peculiarità che tale fenomeno presenta

²²⁰ Perrazzelli A., *Le iniziative regolamentari per il FinTech: a che punto siamo?*, Intervento al laboratorio di finanza digitale, Università degli studi della Calabria, 2021, pg. 5

livello di tutela degli investitori e di integrità del mercato, posto che le cripto-attività non disciplinate presentano in gran parte gli stessi rischi degli strumenti finanziari più comuni; la stabilità finanziaria²²¹, in ragione del fatto che taluni *crypto-assets*, come la categoria emergente degli *stablecoins*, possono sollevare diversi rischi di tipo sistemico²²².

Per ciò che concerne l'ambito oggettivo di applicazione, si noti come, nonostante la Commissione europea faccia riferimento all'intero mercato dei *crypto-assets* non regolamentati, in realtà il perimetro applicativo della MiCAR risulta essere piuttosto circoscritto: difatti, sono dettate disposizioni specifiche soltanto per talune categorie di cripto-attività, vale a dire “*asset-referenced tokens*”, “*e-money tokens*”, e “*crypto-assets other than asset-referenced and e-money tokens*”, l'ultima delle quali costituisce una categoria residuale, inclusiva anche degli *utility tokens*. Inoltre, la proposta legislativa sembra altresì escludere quelle tipologie di *crypto-assets* riconducibili al *bitcoin*, in quanto *token* proveniente direttamente dall'attività di *mining*, quale ricompensa per il mantenimento della *DLT* o per la convalida delle operazioni²²³; una simile scelta sembra far trasparire il favore del regolatore europeo soltanto verso taluni dei processi dell'innovazione tecnologica, in particolare la *DLT* di tipo *permissioned*, che si ritiene essere più funzionale alle esigenze di sviluppo dei mercati finanziari, lasciando invece fuori dal perimetro normativo altre manifestazioni dello stesso fenomeno²²⁴. Infine, conformemente a quanto indicato nel *recital* 7²²⁵ della presente proposta, sono altresì esclusi dal perimetro applicativo i *crypto-assets* emessi da banche centrali o

²²¹ Sul punto si veda: Financial Stability Board, *Regulatory issues on stablecoins* 2019; Regulation, Supervision and Oversight of “Global Stablecoins” arrangements, 2020

²²² European Commission, *Proposal for a Regulation on Markets in Crypto-assets*, 2020

²²³ Article 4, par. 2, lett. b: “the crypto-assets are automatically created through mining as a reward for the maintenance of the DLT or the validation of transactions”

²²⁴ Mattassoglio F., *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato secondario (ignorando bitcoin)?*, in Rivista di Diritto Bancario, 2021, pg. 421

²²⁵ *Crypto-assets issued by central banks acting in their monetary authority capacity or by other public authorities should not be subject to the Union framework covering crypto-assets, and neither should services related to crypto-assets that are provided by such central banks or other public authorities*

da altre autorità pubbliche, con esplicito riferimento quindi alla categoria della *central bank digital currency*.

Similmente, l'ambito soggettivo di applicazione della MiCAR risulta essere rappresentato essenzialmente da due categorie principali, vale a dire i “*crypto-assets issuer*” e “*crypto-assets services provider*”. Tuttavia, sono esentati²²⁶ dal perimetro applicativo una serie di soggetti così come specificato nella proposta di regolamento; in particolare, per taluni di essi, quali la BCE e le altre banche centrali nazionali, l'esclusione è da considerarsi per intero; per altri invece, quali istituti di credito e società di investimento, l'esclusione è parziale, in quanto concernente la disapplicazione soltanto di taluni dei requisiti stabiliti dalla MiCAR.

Relativamente agli aspetti definitivi, l'articolo 3 paragrafo 1(2) della MiCAR introduce innanzitutto una definizione generale di *crypto-asset*, nei seguenti termini “‘*crypto-asset*’ means a digital representation of value or rights which may be transferred and stored electronically, using distributed ledger technology or similar technology”; da tale definizione si dovrà poi procedere in via negativa ad escludere dall'ambito di applicazione gli strumenti finanziari e le altre categorie giuridiche²²⁷ regolate (in particolare, moneta elettronica, depositi, depositi strutturati e cartolarizzazione). Sostanzialmente, la nozione di cripto-attività formulata dalla Commissione si fonda su due caratteristiche principali: la rappresentazione digitale di un valore o di un diritto; l'utilizzo della crittografia e della *distributed ledger technology* o tecnologia simile per il loro trasferimento o conservazione.

²²⁶ Soggetti completamente esenti: la Banca Centrale Europea e le banche centrali nazionali nell'esercizio dei propri poteri; la Banca Europea degli Investimenti; il Meccanismo europeo di stabilità e il Fondo europeo di stabilità finanziaria; le organizzazioni internazionali. Soggetti parzialmente esenti: gli istituti di credito e le società di investimento; le imprese di assicurazione e riassicurazione nello svolgimento delle attività previste dalla Direttiva 2009/138/EC; i liquidatori o gli amministratori straordinari nello svolgimento delle attività di liquidazione per i quali sono stati nominati, tranne che nell'ipotesi in cui stiano attuando un piano di liquidazione di cui all'art. 42 della MiCAR; nonché i soggetti che svolgono servizi in cripto-attività a favore di società collegate

²²⁷ Article 2, par. 2: “However, this Regulation does not apply to crypto-assets that qualify as: (a) financial instruments as defined in Article 4(1), point (15), of Directive 2014/65/EU; (b) electronic money as defined in Article 2, point (2), of Directive 2009/110/EC, except where they qualify as electronic money tokens under this Regulation; (c) deposits as defined in Article 2(1), point (3), of Directive 2014/49/EU of the European Parliament and of the Council; (d) structured deposits as defined in Article 4(1), point (43), of Directive 2014/65/EU; (e) securitisation as defined in Article 2, point (1), of Regulation (EU) 2017/2402 of the European Parliament and of the Council”

La proposta legislativa fornisce altresì specifiche definizioni concernenti le categorie di crypto-attività oggetto di disciplina, *in primis* con riferimento agli “*asset-referenced tokens*” e “*e-money tokens*”, ai quali il regolatore europeo intende riferirsi nei seguenti termini: i primi “*a type of crypto-asset that purports to maintain a stable value by referring to the value of several fiat currencies that are legal tender, one or several commodities or one or several crypto-assets, or a combination of such assets*”; i secondi “*a type of crypto-asset the main purpose of which is to be used as a means of exchange and that purports to maintain a stable value by referring to the value of a fiat currency that is legal tender*”²²⁸. Entrambe le tipologie citate fanno parte della più ampia categoria degli *stablecoins*, la cui ulteriore suddivisione all’interno della MiCAR è giustificata a seconda del diverso tipo di bene impiegato per la stabilizzazione. La MiCAR prevede poi una definizione specifica relativamente agli *utility token*, identificabili come “*a type of crypto-asset which is intended to provide digital access to a good or service, available on DLT, and is only accepted by the issuer of that token*”; è opportuno sottolineare come la definizione in questione risulti meramente descrittiva, non consentendo di valutare la rilevanza che possano assumere taluni elementi di finanziarietà, al fine di poter comprendere se si tratti di *asset* già rientranti nel perimetro della legislazione finanziaria vigente²²⁹. La tripartizione così proposta si discosta dalla tassonomia “tradizionale” delle crypto-attività, esaminata in precedenza, in quanto oltre ad escludere quelle assimilabili a strumenti finanziari (e quindi qualificabili come *security/investment token*), provvede a dettare un regime più articolato per la categoria dei *payment token*, suddivisa in due ulteriori sotto categorie, anche in ragione delle crescenti preoccupazioni in tema di stabilità finanziaria e sovranità monetaria dell’Unione europea²³⁰.

Infine, il già citato articolo 3 paragrafo 1(8) della MiCAR introduce una definizione di prestatore di servizi in crypto-attività, inteso come “*crypto-asset*

²²⁸ https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-663215_EN.pdf

²²⁹ Annunziata F., *Verso una disciplina europea delle crypto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, in *Diritto Bancario*, 2020, pg. 11

²³⁰ Lener R. e Furnari S.L., *Crypto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari “crittografati”?*, in *Diritto bancario*, 2020, pg. 3

service provider' means any person whose occupation or business is the provision of one or more crypto-asset services to third parties on a professional basis"; a completamento di tale definizione è poi prevista un'elencazione dettagliata²³¹ dei servizi in cripto-attività, che ricalca essenzialmente le caratteristiche proprie dei servizi di investimento, distinguendosi soltanto per l'oggetto.

Prima di procedere alla trattazione degli specifici requisiti previsti per gli *utility token*, è necessario soffermarsi, brevemente, sugli strumenti di regolamentazione adottati dalla Commissione nel caso specifico, anche al fine di valutarne la coerenza con le finalità proprie dell'intervento. In particolare, la Commissione ha vagliato due ipotesi regolamentari per l'introduzione di un regime *ad hoc* per cripto-attività. La prima opzione è finalizzata all'introduzione di un regime *opt-in* per le cripto-attività non regolamentate, conformemente a quanto effettuato da altre giurisdizioni in precedenza; secondo tale impostazione, sarebbero gli emittenti e i prestatori di servizi a scegliere se aderire alla disciplina europea o meno. La seconda ipotesi regolamentare vagliata e concretamente seguita nella proposta legislativa va, invece, nel senso di un'armonizzazione completa della materia, attraverso lo strumento del regolamento, tale per cui tutti gli emittenti e i fornitori di servizi sarebbero soggetti alla regolamentazione europea.

Occorre chiedersi se la strada intrapresa con questa seconda scelta possa considerarsi pienamente *innovation-friendly*. Non può, infatti, dubitarsi del fatto che il meccanismo *opt-in* sarebbe stato senz'altro meno oneroso per i piccoli emittenti. Tuttavia, come verrà evidenziato in seguito, la MiCAR prevede una serie di eccezioni all'applicazione delle disposizioni contenute nel Regolamento. Il legislatore europeo sembra, in definitiva, aver scelto la strada più rigorosa in termini di regolamentazione, attribuendo particolare rilievo all'esigenza di apprestare la maggior tutela possibile agli investitori e alla stabilità del sistema finanziario. Allo stesso tempo, si è ritenuto che l'introduzione di un quadro normativo uniforme

²³¹ *'crypto-asset service' means any of the services and activities listed below relating to any crypto-asset: (a) the custody and administration of crypto-assets on behalf of third parties; (b) the operation of a trading platform for crypto-assets; (c) the exchange of crypto-assets for fiat currency that is legal tender; (d) the exchange of crypto-assets for other crypto-assets; (e) the execution of orders for crypto-assets on behalf of third parties; (f) placing of crypto-assets; (g) the reception and transmission of orders for crypto-assets on behalf of third parties; (h) providing advice on crypto-assets;*

possa concretamente agevolare lo sviluppo dell'innovazione nei mercati finanziari europei. Ciò nonostante, allo stato attuale permangono ancora alcune criticità connesse alla proposta legislativa, prima fra tutte l'incertezza riguardo l'ambito applicativo²³². Consapevole della varietà di crypto-attività che possono venire in rilievo nella pratica, la Commissione si è riservata il potere di adottare delle *guidelines* volte a chiarire il perimetro applicativo del Regolamento; tuttavia, tale strumento di *soft law* risulta essere inadatto, in ragione della possibilità per gli Stati membri di disattendere tali *guidelines*. Sarebbe, allora, preferibile optare per soluzioni diverse, che contemplino ad esempio un maggior coinvolgimento delle autorità europee (in particolare, l'ESMA e l'EBA) e la creazione di network anche con le autorità nazionali.

Il contenuto della MiCAR, oltre alla delineazione del perimetro applicativo e delle principali definizioni (Titolo I), può essere così riassunto: requisiti specifici per l'emissione di *crypto-assets* (Titolo II, III, IV); regime autorizzativo e di vigilanza per i fornitori di servizi connessi ai *crypto-assets* (Titolo V); misure volte a prevenire fenomeni di *market abuse* e assicurare l'integrità dei mercati (Titolo VI); poteri e rapporti tra le autorità di vigilanza (Titolo VII). Per ciò che concerne l'analisi che segue, conformemente alle finalità dell'elaborato, questa si soffermerà principalmente sulla disciplina in materia di emissione *utility token* nonché di prestatori di servizi relativi ai *crypto-assets*, anche al fine di operare un raffronto rispetto all'impostazione adottata nell'ordinamento italiano, già oggetto di trattazione.

2.1. L'emissione di *utility token*: l'impianto (prevalentemente) informativo

Come osservato sopra, la terza categoria, di tipo residuale, oggetto di disciplina da parte della MiCAR è rappresentata da quei *crypto-assets* diversi dagli *asset-referenced* e *e-money tokens*; tra questi, la fattispecie più rilevante sarebbe quella degli *utility tokens*. Il regime proposto per tale categoria risulta essere improntato essenzialmente alla trasparenza informativa tanto in sede di offerta che di marketing, essendo altresì previsti requisiti minimali e obblighi comportamentali

²³² Per un'analisi più approfondita della questione si veda: Annunziata F., *Verso una disciplina europea delle crypto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, in *Diritto Bancario*, 2020, pg 10

in capo all'emittente. Di conseguenza, non viene prevista dalla Commissione un'autorizzazione preventiva né un regime di vigilanza di tipo continuativo, opzione invece prevista nel caso di emissione di *asset-referenced* e *e-money tokens*.

Similmente all'impostazione adottata da talune giurisdizioni europee nei rispettivi ordinamenti nazionali, anche la MiCAR risulta focalizzata sul ruolo centrale del *white paper*, il quale tra l'altro costituisce già oggi una pratica a cui fanno ricorso volontariamente i promotori delle offerte.

Prendendo le mosse dal contenuto del documento informativo, l'articolo 5(1)²³³ del Regolamento individua le seguenti informazioni che dovranno essere obbligatoriamente riportate nel *white paper*: dettagli concernenti l'emittente nonché i principali soggetti coinvolti; una descrizione del progetto imprenditoriale, delle cripto-attività offerte, nonché delle ragioni alla base dell'offerta; dettagli sulle caratteristiche dell'offerta tra cui numero di cripto-attività, prezzo di emissione, e termini e condizioni per la sottoscrizione; una descrizione dei diritti o degli obblighi che le cripto-attività conferiscono congiuntamente con le modalità di esercizio di quest'ultimi; la tecnologia utilizzata dall'emittente di cripto-attività; i rischi connessi all'offerta di cripto-attività. Tali informazioni devono essere presentate in maniera chiara e non fuorviante, il documento informativo non deve contenere errori materiali e deve essere redatto in una forma concisa e comprensibile.

Per ciò che concerne gli avvertimenti da inserire nel *white paper*, deve essere innanzitutto chiarito come i *tokens* potrebbero perdere il loro valore, in tutto o in parte, e che potrebbero divenire poco liquidi, non trasferibili o non scambiabili con il bene o servizio promesso, qualora il progetto dovesse fallire. Inoltre, è previsto un apposito "*statement*" da parte dell'organo di gestione dell'emittente, in cui venga chiarita la conformità del *white paper* alle disposizioni della MiCAR, nonché in relazione alla correttezza delle informazioni e all'assenza di omissioni significative. Tale previsione assume particolare rilevanza in quanto sembra porre le basi per la responsabilità dell'organo di gestione nei confronti dei detentori di *crypto-assets*²³⁴.

²³³ Una descrizione ulteriore dettagliata delle informazioni da prevedere all'interno del documento informativa è riportata nell'Allegato I della presente proposta legislativa

²³⁴ Lener R. e Furnari S.L., *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari "crittografati"?*, in *Diritto bancario*, 2020, pg. 8

Al fine di facilitare la comprensione degli investitori, la MiCAR richiede altresì la redazione di un “*summary*”, in modo chiaro e secondo un linguaggio non tecnico, contenente le informazioni chiave dell’offerta.

Con riferimento alle comunicazioni di marketing relative all’offerta, l’articolo 6 del Regolamento richiede che queste siano chiaramente identificabili, con informazioni chiare e non fuorvianti, e che trovino riscontro nel *white paper*.

Come già anticipato, relativamente alla fattispecie degli *utility token* la MiCAR non prevede un regime autorizzativo ai fini della pubblicazione del *white paper* e delle comunicazioni di marketing connesse, in quanto l’articolo 7(1)(2) richiede solamente la notificazione all’autorità competente entro venti giorni prima della pubblicazione del documento, congiuntamente all’indicazione dei Paesi verso cui l’emittente è intenzionato a rivolgere l’offerta. Successivamente alla notifica, ai sensi dell’articolo 8(1)(2) il documento informativo dovrà essere pubblicato dall’emittente sul proprio sito internet, dovendo rimanere accessibile e disponibile per tutta la durata dell’offerta; la versione pubblica dovrà inoltre corrispondere a quella oggetto di notifica all’autorità competente. Qualora intervengano modifiche al documento informativo, in particolare in caso sorgano nuovi elementi in grado di condizionare la volontà di acquisto degli investitori, queste dovranno essere notificate alle autorità competenti ed al pubblico almeno sette giorni prima della pubblicazione; l’emittente è altresì tenuto a espletare le ragioni che giustifichino suddette modifiche²³⁵.

Con riguardo a tale notificazione preventiva possono cogliersi le differenze maggiori rispetto alla disciplina proposta per gli “*asset-referenced*” e “*e-money*” *tokens*. Difatti, le categorie di *crypto-assets* in questione vengono sottoposte alla preventiva valutazione delle autorità competenti, secondo un regime di tipo autorizzativo, oltre ad un dettagliato regime di vigilanza di tipo continuativo; sono altresì previsti specifici requisiti operativi, organizzativi, prudenziali e di *governance* (in maniera poi ancor più rilevante per i c.d. “*significant asset-referenced tokens*” ovvero, “*significant e-money tokens*”), così come una procedura

²³⁵ Article 11, par. 8: ““Where the offer to the public concerns utility tokens, the changes made in the modified crypto-asset white paper, and, where applicable, the modified marketing communications, shall not extend the time limit of 12 months referred to in Article 4(3)”

autorizzativa per le operazioni di acquisizione che avessero ad oggetto gli emittenti²³⁶. Tale diversa impostazione, seppur in parte giustificata dai rischi sottesi alle varie categorie, è stata oggetto di critica nelle prime posizioni espresse²³⁷, in quanto la sola presenza di un meccanismo di tipo *ex post* (“*enforcement and accountability through liability*”) per gli *utility token* non sembra assicurare un sufficiente livello di integrità del mercato, soprattutto nel caso intervengano successive modifiche al documento; sarebbe invero necessaria una valutazione di tipo *ex ante* da parte delle autorità nazionali competenti, in coordinamento con l’ESMA, al fine di approntare un più efficace livello di tutela.

Inoltre, l’articolo 7(3) impone all’emittente, al momento della notificazione preventiva, di indicare le motivazioni in forza delle quali i *crypto-assets* oggetto dell’offerta non possano qualificarsi alla stregua di altre categorie giuridiche esistenti²³⁸; in sostanza, ricalcando l’approccio “*case-by-case*” adottato dalla Consob e da altre giurisdizioni, anche la Commissione europea prevede in capo all’emittente di *utility token* una valutazione di tipo qualificatorio da condurre, volta ad escludere la riconducibilità agli strumenti finanziari. Già in tale sede è possibile sottolineare le criticità insite ad una simile impostazione, giacché il rischio di una non corretta classificazione è accentuato in relazione alla categoria in questione, di tipo residuale, per quale non è previsto un regime autorizzativo, né un coinvolgimento diretto delle autorità europee (in particolare, l’ESMA).

Rispetto al regime così esposto, rappresentato essenzialmente dalla pubblicazione del *white paper*, l’articolo 4(2) prevede un’esenzione dell’emittente da tale obbligo nei seguenti casi: l’offerta al pubblico non preveda un corrispettivo, e quindi sia gratuita; i *crypto-assets* non possano costituire oggetto di scambio; l’offerta sia indirizzata a meno di centocinquanta soggetti, il valore dell’offerta non

²³⁶ Carriere P., *Crypto-assets: le proposte di regolamentazione della Commissione UE*. Opportunità e sfide per il mercato italiano, in *Diritto bancario*, 2020, pg. 13

²³⁷ Zetzsche D.A. e Annunziata F. e Arner D.W. e Buckley R.P., *The Markets In Crypto-Assets Regulation (Mica)*, EBI Working Paper Series, 2020

²³⁸ Article 7, par. 3: “*The notification of the crypto-asset white paper shall explain why the crypto-asset described in the crypto-asset white paper is not to be considered: (a) a financial instrument as defined in Article 4(1), point (15), of Directive 2014/65/EU; (b) electronic money as defined in in Article 2, point 2, of Directive 2009/110/EC; (c) a deposit as defined in Article 2(1), point (3), of Directive 2014/49/EU; (d) a structured deposit as defined in Article 4(1), point (43), of Directive 2014/65/EU*”

sia superiore ad un milione di euro nel periodo di dodici mesi, oppure questa sia indirizzata esclusivamente ad investitori professionali qualificati, senza la possibilità di alienazione verso terzi; infine, come anticipato, qualora la cripto-attività provenga direttamente dall'attività di *mining*.

Infine, come misura a tutela degli acquirenti di *crypto-assets*, l'articolo 12 della MiCAR riconosce a quest'ultimi il diritto di recesso, da esercitarsi nell'arco dei quattordici giorni successivi all'acquisto, senza tuttavia incorrere in costi aggiuntivi o l'obbligo di motivazione del recesso. L'emittente è tenuto a rimborsare gli eventuali pagamenti ricevuti dagli acquirenti, senza ritardo e comunque non oltre quattordici giorni dal momento in cui abbia avuto conoscenza della decisione di esercitare il diritto di recesso. Il diritto di recesso di cui all'articolo 12 non trova applicazione qualora i *crypto-assets* siano stati ammessi alla negoziazione in una piattaforma di *trading* di cripto-attività, nonché qualora l'offerta sia sottoposta ad uno specifico limite temporale e questo sia già trascorso.

In aggiunta alla pubblicazione del *white paper*, la MiCAR impone agli emittenti di *utility token* taluni requisiti ulteriori, che si traducono essenzialmente in minimali obblighi comportamentali e di buona condotta. In particolare, l'articolo 13(1)(2) stabilisce le seguenti regole di condotta da osservare: agire onestamente e professionalmente, comunicare con i detentori di *crypto-assets* in modo chiaro e non fuorviante, prevenire e gestire eventuali conflitti di interesse che possano insorgere, assicurare il rispetto di adeguati standard da parte dei sistemi e protocolli utilizzati; gli emittenti dovranno poi agire nel miglior interesse degli acquirenti di cripto-attività, assicurando un trattamento equo, ad eccezione dell'ipotesi in cui eventuali trattamenti preferenziali siano stati indicati nel documento informativo e nelle comunicazioni di marketing. Inoltre, la MiCAR introduce alcune previsioni riguardanti l'adozione di misure di custodia da parte dell'emittente: difatti, qualora in cambio di cripto-attività vengono ricevute somme in valuta fiat, queste dovranno essere custodite da parte di un intermediario bancario; qualora invece l'emittente riceva in cambio altre cripto-attività, è previsto il ricorso ad un soggetto autorizzato (*wallet service provider*), responsabile della custodia per conto di terzi.

Quanto al tema della responsabilità connessa all'offerta di *crypto-assets*, in caso di mancata osservanza delle previsioni di cui all'articolo 5 da parte

dell'emittente ovvero dell'organo di gestione, il detentore di *crypto-assets* è legittimato a chiedere il risarcimento del danno subito, non essendo ammesse esclusioni di responsabilità al riguardo; tuttavia, la normativa sembra far ricadere sul detentore di cripto-attività la prova del danno, indicando in particolare la norma che si presume essere stata violata, nonché il modo in cui le informazioni non corrette abbiano influito sulle decisioni di acquisire, vendere o scambiare *crypto-assets*. In via generale, non è invece prevista la responsabilità dell'emittente per le omissioni ed errori contenuti nel *summary* annesso al documento informativo, salvo talune eccezioni²³⁹. Infine, viene fatta salva la responsabilità civile derivante dalla normativa nazionale.

La MiCAR, riprendendo l'impostazione della legislazione in materia finanziaria, detta inoltre specifiche disposizioni in tema di abusi di mercato, contenute nel Titolo VI del Regolamento, applicabile a tutti quei *crypto-assets* che siano stati già ammessi alla negoziazione su una piattaforma di *trading*; risulta sufficiente in tale sede sottolineare come queste disposizioni attengano all'obbligo di *disclosure*, da parte dell'emittente, delle informazioni privilegiate; il divieto di *insider trading*; il divieto di diffusione illecita di informazioni privilegiate; il divieto di compiere attività che possano produrre effetti manipolatori sul mercato. Si noti come l'introduzione di una disciplina in materia di *market abuse*, relativamente a *crypto-assets* non qualificabili alla stregua di strumenti finanziari, risulta essere un'opzione regolatoria piuttosto innovativa, non esplorata dai precedenti interventi a livello nazionali, ad eccezione della Repubblica di Malta. Una simile scelta rappresenta infatti un ulteriore elemento a comprova della natura quasi-finanziaria delle cripto-attività in generale²⁴⁰.

²³⁹ Article 14, par. 3: "A holder of crypto-assets shall not be able to claim damages for the information provided in a summary as referred to in Article 5(7), including the translation thereof, except where: (a) the summary is misleading, inaccurate or inconsistent when read together with the other parts of the crypto-asset white paper; (b) the summary does not provide, when read together with the other parts of the crypto-asset white paper, key information in order to aid consumers and investors when considering whether to purchase such crypto-assets"

²⁴⁰ Lener R. e Furnari S.L., *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari "crittografati"?*, in *Diritto bancario*, 2020, pg. 20

Alla luce di quanto fin qui analizzato, risulta evidente l'intento del regolatore europeo di sottoporre l'emissione di *utility token* ad un regime meramente informativo, incentrato sul *white paper* e minimali obblighi di condotta, non prevedendo invece requisiti ulteriori, attinenti alla capacità finanziaria e organizzativa ad esempio, né un impianto di vigilanza di tipo continuativo. Seppur una simile scelta risponde prettamente ad esigenze di tutela dei singoli investitori, evitando al tempo stesso di aggravare i nuovi operatori attraverso ulteriori obblighi, obiettivo questo pienamente condivisibile, risultare doveroso sottolineare come l'attuale assetto si presenta come relativamente debole. Difatti, in ragione delle complessità insite in tali tipologie di *assets*, tendenzialmente maggiori rispetto a quelle degli ordinari strumenti finanziari, è auspicabile un rafforzamento degli attuali presidi di tutela degli investitori, *in primis* in relazione a controlli *ex ante* svolti dalle autorità di vigilanza competenti²⁴¹. Tali istanze, come osservato dalla dottrina specialistica²⁴², risultano ancora più evidenti in ragione del crescente ricorso, da parte dei promotori di *ICOs*, alla categoria degli *utility token*, quale "terza via" (a fianco del tradizionale ricorso a strumenti finanziari) per il finanziamento di progetti imprenditoriali, con l'obiettivo di sottrarsi alla ben più articolata e complessa disciplina che sarebbe applicabile qualora i *crypto-assets* vengano invece qualificati come *security tokens*.

2.2. Le disposizioni in materia di *crypto-asset services provider*

Conformemente a quanto già anticipato, il secondo elemento di attenzione nell'analisi della proposta legislativa in questione concerne la prestazione dei servizi connessi alle cripto-attività²⁴³, a cui la MiCAR dedica un'apposita disciplina

²⁴¹ Ivi inclusa la possibilità, per le autorità competenti, di sospendere il termine di 20 giorni in caso di dubbi sulla corretta classificazione delle cripto-attività

²⁴² Per un approfondimento sul tema si veda: Carriere P., *Il fenomeno delle cripto-attività (crypto-asset) in una prospettiva societaria*, in Banca Impresa Società, 2020

²⁴³ "‘crypto-asset service’ means any of the services and activities listed below relating to any crypto-asset: (a) the custody and administration of crypto-assets on behalf of third parties; (b) the operation of a trading platform for crypto-assets; (c) the exchange of crypto-assets for fiat currency that is legal tender; (d) the exchange of crypto-assets for other crypto-assets; (e) the execution of orders for crypto-assets on behalf of third parties; (f) placing of crypto-assets; (g) the reception and transmission of orders for crypto-assets on behalf of third parties; (h) providing advice on crypto-assets"

contenuta nel Titolo V del Regolamento. Si noti sin da subito come per tali soggetti il regolatore europeo abbia previsto un articolato regime autorizzativo e di vigilanza, secondo un'impostazione ben diversa da quella adottata per l'emissione di *utility token*, è più simile a quanto stabilito per gli emittenti di *asset-referenced e-money token*.

Innanzitutto, la MiCAR sancisce un principio di esclusività in materia di prestatori di servizi di cripto-attività, all'articolo 53 del Regolamento, riservando tali attività soltanto a quelle entità (*legal person*) che abbiano la propria sede legale all'interno dell'Unione europea, e che abbiano altresì ricevuto apposita autorizzazione da parte dell'autorità competente²⁴⁴. Il medesimo articolo specifica poi come tale autorizzazione sia valida per l'intero territorio dell'Unione europea, in relazione al servizio per il quale il *provider* sia stato autorizzato, sia attraverso il diritto di stabilimento, anche tramite succursale, sia mediante regime di libera prestazione di servizi. Ai prestatori di servizi connessi ai *crypto-assets* che svolgono la loro attività all'interno dell'Unione non può essere imposto l'obbligo, da parte di uno Stato membro, di avere una presenza fisica all'interno del proprio territorio.

La procedura autorizzativa prende avvio attraverso la presentazione di apposita istanza all'autorità competente, quale "*single point of contact*", del luogo in cui il soggetto ha la propria sede legale. Il contenuto di tale istanza viene disciplinato analiticamente dall'articolo 54(2)²⁴⁵ della MiCAR, tra cui assumono

²⁴⁴ Carriere P., *Crypto-assets: le proposte di regolamentazione della Commissione UE*. Opportunità e sfide per il mercato italiano, in *Diritto bancario*, 2020, pg. 13

²⁴⁵ (a) the name, including the legal name and any other commercial name to be used, the legal entity identifier of the applicant crypto-asset service provider, the website operated by that provider, and its physical address; (b) the legal status of the applicant crypto-asset service provider; (c) the articles of association of the applicant crypto-asset service provider; (d) a programme of operations setting out the types of crypto-asset services that the applicant crypto-asset service provider wishes to provide, including where and how these services are to be marketed; (e) a description of the applicant crypto-asset service provider's governance arrangements; (f) for all natural persons involved in the management body of the applicant crypto-asset service provider, and for all natural persons who, directly or indirectly, hold 20% or more of the share capital or voting rights, proof of the absence of a criminal record in respect of infringements of national rules in the fields of commercial law, insolvency law, financial services law, anti-money laundering law, counter-terrorism legislation, and professional liability obligations; (g) proof that the natural persons involved in the management body of the applicant crypto-asset service provider collectively possess sufficient knowledge, skills and experience to manage that provider and that those natural persons are required to commit sufficient time to the performance of their duties; (h) a description of the applicant crypto-asset service provider's internal control mechanism, procedure for risk assessment

particolare rilevanza i seguenti elementi: descrizione del meccanismo di controllo interno, della procedura di valutazione dei rischi e del piano di continuità operativa; dettagli sui sistemi informatici e di sicurezza adottati, utilizzando un linguaggio non tecnico; descrizione delle procedure adottate in materia di segregazione dei fondi dei clienti, e di rilevazione degli abusi di mercato; dettagli sulle politiche adottate dal prestatore in materia di custodia degli *assets*, e di esecuzione degli ordini per conto di terzi; regole di funzionamento delle piattaforme di negoziazione di *crypto-assets*; in caso di ricezione e trasmissione di ordini per conto di terzi, la prova che le persone fisiche che forniscono consulenza per conto del *provider* dispongano delle necessarie competenze e conoscenze. Inoltre, qualora il *provider* intenda prestare i propri servizi in più di uno Stato membro, questo è altresì tenuto ad inviare all'autorità competente: una lista contenente gli Stati membri in cui si intende fornire i servizi di cripto-attività; la data di inizio della prestazione di servizi; la lista delle altre attività svolte dal *provider* e non disciplinate dal presente Regolamento. Spetterà poi all'autorità competente che ha concesso l'autorizzazione al prestatore di servizi informare le autorità degli Stati membri interessati dall'attività transfrontaliera, oltre che l'ESMA e l'EBA.

Successivamente alla presentazione dell'istanza di autorizzazione, è prevista una verifica preventiva da parte dell'autorità competente che, nel termine di venticinque giorni dalla presentazione dell'istanza, dovrà accertare la completezza della stessa rispetto agli elementi già illustrati, potendo altresì

and business continuity plan; (i)descriptions both in technical and non-technical language of applicant crypto-asset service provider's IT systems and security arrangements; (j)proof that the applicant crypto-asset service provider meets the prudential safeguards in accordance with Article 60; (k)a description of the applicant crypto-asset service provider's procedures to handle complaints from clients; (l)a description of the procedure for the segregation of client's crypto-assets and funds; (m)a description of the procedure and system to detect market abuse. (n)where the applicant crypto-asset service provider intends to ensure the custody and administration of crypto-assets on behalf of third parties, a description of the custody policy; (o)where the applicant crypto-asset service provider intends to operate a trading platform for crypto-assets, a description of the operating rules of the trading platform; (p)where the applicant crypto-asset service provider intends to exchange crypto-assets for fiat currency or crypto-assets for other crypto-assets, a description of the non-discriminatory commercial policy; (q)where the applicant crypto-asset service provider intends to execute orders for crypto-assets on behalf of third parties, a description of the execution policy; (r)where the applicant intends to receive and transmit orders for crypto-assets on behalf of third parties, proof that the natural persons giving advice on behalf of the applicant crypto-asset service provider have the necessary knowledge and expertise to fulfil their obligations.

richiedere un'integrazione delle informazioni qualora l'istanza risulti incompleta, fissando un ulteriore termine. Prima di procedere al rilascio ovvero al diniego dell'autorizzazione, il Regolamento prevede talune ipotesi in cui l'autorità competente è tenuta a consultare le autorità di altri Stati membri, conformemente a quanto prescritto dall'articolo 55(4)²⁴⁶ della MiCAR. In seguito, l'autorità competente procedere a valutare la conformità dell'istanza ai requisiti contenuti nel Titolo V del Regolamento, nel termine di tre mesi dalla conferma di completezza della documentazione fornita, come base per l'adozione di una decisione, adeguatamente motivata, di autorizzazione o di diniego. In tale ultima ipotesi, l'autorità è altresì tenuta a dimostrare come il diniego sia dipeso da *“the management body of the applicant crypto-asset service provider poses a threat to its effective, sound and prudent management and business continuity, and to the adequate consideration of the interest of its clients and the integrity of the market”* oppure *“the applicant fails to meet or is likely to fail to meet any requirements of this Title”*. Relativamente al ruolo dell'ESMA nel processo autorizzativo, questo rimane piuttosto limitato, essendo soltanto previsto per le autorità competenti l'obbligo di informare l'autorità europea dei *provider* autorizzati, al fine di consentire l'aggiornamento del registro di cui all'articolo 57, nonché la possibilità per la stessa di richiedere informazioni aggiuntive sulla valutazione effettuata.

Il Regolamento disciplina altresì l'ipotesi di revoca dell'autorizzazione, anche circoscritta solo a taluni dei servizi per i quali il *provider* risulta autorizzato, facoltà esercitabile da parte dell'autorità competente in qualunque momento, al ricorrere di determinate condizioni, così come specificato all'articolo 56(1)(2)²⁴⁷.

²⁴⁶ *“(a)the applicant crypto-asset service provider is a subsidiary of a crypto-asset service provider authorised in that other Member State; (b)the applicant crypto-asset service provider is a subsidiary of the parent undertaking of a crypto-asset service provider authorised in that other Member State; (c)the applicant crypto-asset service provider is controlled by the same natural or legal persons who control a crypto-asset service provider authorised in that other Member State”*

²⁴⁷ *“Competent authorities shall withdraw the authorisations in any of the following situations the crypto-asset service provider: (a)has not used its authorisation within 18 months of the date of granting of the authorisation; (b)has expressly renounced to its authorisation; (c)has not provided crypto-asset services for nine successive months; (d)has obtained its authorisation by irregular means, including making false statements in its application for authorisation; (e)no longer meets the conditions under which the authorisation was granted and has not taken the remedial actions requested by the competent authority within a set-time frame; (f)has seriously infringed this Regulation. Competent authorities shall also have the power to withdraw authorisations in any of the following situations: (a)the crypto-asset service provider or the members of its management*

Anche in tale caso l'autorità è tenuta a darne informativa all'ESMA, affinché possa procedere alle opportune modifiche del registro tenuto.

I prestatori di servizi di cripto-attività sono sottoposti poi ad articolati obblighi comportamentali oltre che a requisiti di tipo prudenziale. Prendendo le mosse dalle regole di condotta, innanzitutto viene previsto che i prestatori di servizi, conformemente a quanto stabilito per i tradizionali intermediari finanziari, debbano agire con correttezza, onestà e trasparenza, in accordo con i “*best interests*” dei clienti; a ciò si accompagna il rispetto di specifici obblighi informativi, in particolare sui potenziali rischi associati all'investimento e sulle politiche di prezzo adottate dal *provider*. Si noti come sotto tale profilo risulta auspicabile un rafforzamento delle attuali regole di condotta, almeno per ciò che attiene alla consapevolezza, da parte dei potenziali clienti, dei rischi connessi a tali strumenti. Per ciò che concerne i prudenziali, viene richiesta la sussistenza di specifiche tutele prudenziali, uguali almeno all'importo dei requisiti patrimoniali minimi previsti dalla MiCAR, nonché a un quarto delle spese fisse generali dell'anno precedente; il rispetto di tali tutele potrà avvenire sia attraverso la dotazione di fondi propri, che mediante la sottoscrizione di un'apposita polizza assicurativa.

Vengono inoltre introdotti una serie di obblighi a cui sono sottoposti tutti i prestatori di servizi di cripto-attività, a prescindere quindi dalla specifica tipologia di servizio svolto. Tali obblighi attengono in particolare a: requisiti organizzativi, procedure di gestione dei reclami, prevenzione e gestione dei potenziali conflitti di interessi, esternalizzazione di alcune delle funzioni svolte, custodia dei fondi e delle cripto-attività dei clienti.

La MiCAR dedica poi particolare attenzione ai requisiti da prevedersi per lo svolgimento dei singoli servizi di cripto-attività, riprendendo la disciplina applicabile ai tradizionali servizi di investimento, in riferimento a: negoziazione, raccolta ordini, esecuzione ordini, collocamento, consulenza, custodia e

body have infringed national law implementing Directive (EU) 2015/849 in respect of money laundering or terrorist financing; (b) the crypto-asset service provider has lost its authorisation as a payment institution in accordance with Article 13 of Directive (EU) 2015/2366 or its authorisation as an electronic money institution granted in accordance with Title II of Directive 2009/110/EC and that crypto-asset service provider has failed to remedy the situation within 40 calendar days”

amministrazione. Per ciò che concerne l'attività di *safekeeping*²⁴⁸, che costituisce nell'esperienza recente il tipo di servizio maggiormente esposto a potenziali truffe a danno degli investitori²⁴⁹, gli obblighi vengono specificatamente individuati all'articolo 67 del Regolamento. Innanzitutto, i prestatori sono tenuti ad adottare precise *policy* concernenti la protezione delle *private keys* dei clienti, al fine di evitare che questi possano perderne l'accesso a causa di truffe, attacchi cybernetici o negligenza. I *wallet service providers* devono poi facilitare alla clientela l'esercizio dei diritti insiti nelle cripto-attività detenute per loro conto; al riguardo, i clienti devono ricevere informazioni sulle cripto-attività detenute almeno trimestralmente e ogni qual volta la detenzione di un particolare *crypto-assets* richieda una qualsiasi forma di partecipazione degli stessi. Le cripto-attività detenute devono essere inoltre separate dagli *asset* propri del prestatore, essendo altresì necessario che i *crypto-assets* appartenenti a una medesima piattaforma *DLT* siano tenuti presso indirizzi separati; attraverso tali modalità sarebbe possibile ridurre le conseguenze derivanti da un potenziale attacco *hacker* nei confronti del prestatore²⁵⁰. Infine, si prevede espressamente che i prestatori siano considerati direttamente responsabili nei confronti della clientela per perdite di *crypto-assets* come conseguenza di malfunzionamenti oppure di attacchi hacker.

Con riferimento all'attività di negoziazione di cripto-attività (*exchange*), l'articolo 68(1)²⁵¹ del Regolamento definisce le regole operative che i prestatori

²⁴⁸ Al fine di consentire lo svolgimento di tale servizio, è prevista la stipula di un apposito accordo tra i prestatori ed i relativi clienti, in cui devono essere inclusi i seguenti elementi: identità delle parti dell'accordo; la natura e la descrizione del servizio fornito; una descrizione dei sistemi di sicurezza utilizzati; commissioni applicate dai prestatori; le disposizioni normative applicabili al contratto

²⁴⁹ Carriere P., *Possibili approcci regolatori al fenomeno dei crypto-asset*; note a margine del documento di consultazione della Consob, in *Diritto Bancario*, 2019, pg. 46

²⁵⁰ Lener R. e Furnari S.L., *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari "crittografati"?*, in *Diritto bancario*, 2020, pg. 20

²⁵¹ "(a) set the requirements, due diligence and approval processes that are applied before admitting crypto-assets to the trading platform; (b) define exclusion categories, if any, which are the types of crypto-assets that will not be admitted to trading on the trading platform, if any; (c) set out the policies, procedures and the level of fees, if any, for the admission of trading of crypto-assets to the trading platform; (d) set objective and proportionate criteria for participation in the trading activities, which promote fair and open access to the trading platform for clients willing to trade; (e) set requirements to ensure fair and orderly trading; (f) set conditions for crypto-assets to remain accessible for trading, including liquidity thresholds and periodic disclosure requirements; (g) set

sono tenuti ad adottare per la gestione delle piattaforme di *trading*, concernenti in particolare le procedure ed i criteri di ammissione, esclusione e sospensione dalle negoziazioni; al riguardo, è stato previsto per i prestatori l'obbligo di rendere pubbliche le procedure che garantiscano la parità di trattamento della clientela, congiuntamente al divieto per gli stessi di poter operare per proprio conto. Inoltre, viene fatto divieto dalla MiCAR di ammissione alla negoziazione per quei *crypto-assets* per i quali, pur sussistendo l'obbligo, non si è proceduto alla pubblicazione del *white paper*, nonché quelle cripto-attività che presentano funzioni tali da non consentire il tracciamento delle operazioni di scambio effettuate. A prescindere da tali divieti, viene comunque richiesto ai prestatori di servizi lo svolgimento di un'autonoma valutazione sulle cripto-attività da ammettere allo scambio, potendo prendere in considerazione tanto la professionalità dell'emittente quanto quella degli organi di gestione. La MiCAR stabilisce infine l'obbligo di predisposizione di efficienti sistemi e procedure, volte ad assicurare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni, la resilienza dell'infrastruttura, e la continuità operativa in caso di fallimento di un sistema di negoziazione²⁵².

Per ciò che attiene ai restanti servizi oggetto di disciplina (raccolta ed esecuzione ordini, collocamento, e consulenza) non rilevano profili di particolare attenzione, anche tenuto conto che la normativa europea sembra voler ricalcare quella già vigente con riguardo ad i tradizionali servizi di investimento.

Risulta utile osservare come, seppur la disciplina per i prestatori di servizi di cripto-attività si presenti più articolata rispetto a quanto previsto per gli emittenti di *utility token*, anche in tale ambito sarebbe auspicabile un rafforzamento degli attuali presidi di tutela degli investitori. In particolare, a fronte della complessità che caratterizza tali tipologie di *assets*, tendenzialmente maggiore di quella dei

conditions under which trading of crypto-assets can be suspended; (h)set procedures to ensure efficient settlement of both crypto-asset transactions and fiat currency transactions"

²⁵² Article 68, par. 4: "“Crypto-asset service providers that are authorised for the operation of a trading platform for crypto-assets shall have in place effective systems, procedures and arrangements to ensure that their trading systems: (a)are resilient; (b)have sufficient capacity to ensure orderly trading under conditions of severe market stress; (c)are able to reject orders that exceed pre-determined volume and price thresholds or are clearly erroneous; (d)are fully tested to ensure that conditions under points (a), (b) and (c) are met; (e)are subject to effective business continuity arrangements to ensure continuity of their services if there is any failure of the trading system”

tradizionali strumenti finanziari, si noti come la MiCAR allo stato attuale includa solamente un vaglio di adeguatezza non bloccante per ciò che concerne il servizio di consulenza, non prevedendo invece una valutazione di appropriatezza per gli altri servizi oggetto di disciplina; quanto sottolineato assume ancora più rilevanza in ragione dell'assenza, all'interno della proposta legislativa, di qualsivoglia limitazione relativamente alla natura del cliente (professionale o al dettaglio), consentendo così ad ogni soggetto di acquisire *crypto-assets* nell'ambito della prestazione di uno dei servizi oggetto di disciplina. In conclusione, è auspicabile l'introduzione, all'interno della MiCAR, di ulteriori strumenti di tutela che, seppur non equivalenti ad una valutazione di appropriatezza, possano includere *test* di conoscenza volti a verificare che il cliente sia in grado di comprendere i potenziali rischi connessi all'investimento, similmente a quanto previsto di recente nella disciplina comunitaria in materia di prestatori di servizi di *crowdfunding*, nonché un adeguamento della disciplina della consulenza ai presidi stabiliti dalla MIFID II.

2.3. Un (necessario) confronto con l'approccio regolatorio della Consob

A conclusione della disamina delle disposizioni contenute nella MiCAR, relativamente all'emissione di *utility token* e alla prestazione di servizi di *crypto-assets*, risulta doveroso operare un raffronto rispetto all'approccio di recente adottato, nell'ordinamento italiano, dalla Consob; approccio questo che, prendendo le mosse da una peculiarità normativa dell'ordinamento italiano, che prevede a fianco delle categorie europee di strumenti finanziari e prodotti di investimento quella più ampia di prodotti finanziari, non è stato seguito, allo stato attuale, da un intervento normativo di primo e secondo livello, di sua implementazione. Con riguardo a tale ultimo aspetto, e in ragione del quadro regolamentare europeo che va delineandosi, rimane dunque da capire se e quale spazio residuo potrà ritagliarsi la disciplina domestica contenuta nella proposta avanzata dalla Consob; difatti, avendo la Commissione europea optato per lo strumento normativo del regolamento, da ritenersi direttamente applicabile, non necessitando a tal fine di una normativa nazionale di implementazione e scavalcando anzi ogni eventuale disciplina domestica, risulta piuttosto difficile ipotizzare un apparato normativo domestico che, seppur esplicitamente finalizzato a disapplicare la particolare

disciplina dei prodotti finanziari, dovrebbe comunque applicarsi al medesimo sottostante fenomeno (gli *utility token*)²⁵³.

Prendendo le mosse dagli aspetti definitori, si noti come la definizione di crypto-attività proposta dalla Commissione nel suo Rapporto finale²⁵⁴, pur condividendo con l'impostazione della MiCAR l'elemento della sottostante tecnologia *DLT*, richiede inoltre la sussistenza, nella fattispecie concreta, di due ulteriori elementi estranei alla proposta legislativa europea: la riferibilità ad un sottostante progetto imprenditoriale, e la negoziabilità o destinazione alla negoziazione. È importante notare in questa sede come una simile impostazione, oltre a comportare il rischio di escludere dal perimetro applicativo un ampio numero di *ICOs*, risultando in un intervento normativo ben più circoscritto rispetto a quello del regolatore europeo, non si presenta del tutto coerente con il profilo funzionale e strutturale tipico degli *utility token*. Con particolare riguardo al requisito della negoziabilità, nell'*Impact Assessment* della MiCAR viene infatti sottolineato chiaramente come “*some utility tokens can be traded on secondary markets*” (...) “*this, however, presupposes that the utility token is technically enabled for trading at issuance and that there is also enough demand (liquidity) for utility tokens to be traded. This may not be the case where utility tokens are conceived to function within in a single data ecosystem, only*”; similmente, anche l'ESMA e il MSGS (*Securities and Markets Stakeholder Group*) nei loro *Advice* evidenziano la non necessaria sussistenza dell'elemento della negoziabilità²⁵⁵.

Per ciò che concerne il contenuto degli interventi in questione, seppur entrambi risultano strutturati intorno al ruolo del *white paper*, e quindi ad un impianto prevalentemente informativo, la scelta regolatoria della Consob si

²⁵³ Carriere P., *Crypto-assets: le proposte di regolamentazione della Commissione UE*. Opportunità e sfide per il mercato italiano, in *Diritto bancario*, 2020, pg. 3

²⁵⁴ “attività diverse dagli strumenti finanziari di cui all'art. 1 comma 2 TUF e da prodotti di investimento di cui al comma 1, consistenti nella rappresentazione digitale di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali, emesse, conservate e trasferite mediante tecnologie basate su registri distribuiti, nonché negoziate o destinate a essere negoziate in uno o più sistemi di scambi”

²⁵⁵ “*Crypto-assets may be traded or exchanged for fiat currencies or other crypto-assets after issuance on specialised trading platforms. Estimates suggest that there are more than 200 trading platforms operating globally, although a handful concentrate most of the flows. The largest platforms are currently located outside of the EU, in Asia or in the United States. Only between a fourth and a third of those crypto-assets issued through ICOs are being traded*”

presenta senza dubbio come maggiormente strutturata. Difatti, sempre sulla base del meccanismo di *opt-in* già esposto in precedenza, la possibilità per i nuovi operatori di beneficiare del regime derogatorio prospettato dalla Commissione risulta subordinata alla circostanza “*che siano impiegate piattaforme dedicate e vigilate dalla Consob*”²⁵⁶; in particolare, la Commissione fa riferimento nel Rapporto finale al c.d. “doppio binario”, ossia al ricorso a piattaforme per l’emissione autorizzate e, contemporaneamente, a sistemi di scambio autorizzati, questi ultimi da intendersi in collegamento con le offerte condotte in fase di primario. Un simile approccio non risulta pienamente conforme al modello tipico delle *Initial Coin Offerings*, in quanto impone ai promotori il ricorso obbligato ad una serie di nuovi operatori, ponendosi così in contrasto con il carattere tipicamente disintermediato del fenomeno in questione. Da questo punto di vista la proposta regolamentare contenuta nella MiCAR risulta essere senza dubbio più in linea con tali nuove forme di raccolta di capitali, seppur priva di un impianto autorizzativo di tipo preventivo; tuttavia, come giustamente osservato in dottrina, le differenze nell’impostazione potrebbero essere solo relative, giacché in ragione della marcata tecnicità che caratterizzerà il fenomeno, si imporrà, per alcuni dei servizi, il ricorso necessario, da parte di qualunque promotore intenzionato a progettare un’offerta di cripto-attività, ad operatori specializzati: i *service providers* appunto, sottoposti invece essi, nella proposta legislativa europea, ad un articolato regime autorizzativo e di vigilanza²⁵⁷²⁵⁸.

Come già sottolineato in precedenza, allo stato attuale la disciplina europea concernente l’emissione di *utility token* richiederebbe un rafforzamento dei presidi a tutela degli investitori, in particolare per ciò che attiene ai controlli sull’affidabilità tecnologica del sistema adottato; al riguardo, assume particolare rilevanza quanto proposto nel nostro ordinamento dalla Consob sottolineando, all’interno del Rapporto finale, l’intenzione di voler affidare “ai gestori delle piattaforme la verifica degli adempimenti legati alle verifiche della validità delle

²⁵⁶ Consob, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività. Documento per la discussione*, 2019, pg. 10

²⁵⁷ Carriere P., *Crypto-assets: le proposte di regolamentazione della Commissione UE*. Opportunità e sfide per il mercato italiano, in *Diritto bancario*, 2020, pg. 12

²⁵⁸ Anche se tra questi non è previsto quello delle piattaforme di offerta, ma solo del “*placing*”

operazioni proposte, anche in considerazione della tipologia degli investitori cui le offerte si rivolgono²⁵⁹. Tali tipi di verifiche potranno essere dettagliate con misure di secondo livello”; tale scelta, seppur piuttosto difficile da “normare”, in ragione delle complessità insite in un’ipotetica valutazione del contenuto imprenditoriale dei progetti sottostanti alle *ICOs*, risulta senza dubbio lodevole e giustificata dalle esigenze di tutela della platea di investitori, dato il ruolo centrale ricoperto dalla tecnologica nel fenomeno in questione.

Si noti infine come l’approccio della Consob dimostri maggiore flessibilità anche per ciò che concerne la figura dell’emittente: se infatti la MiCAR, pur non imponendo obblighi di “insediamento territoriale” in un Stato membro, richiede nondimeno all’emittente di essere costituito come “*legal entity*”, la Commissione riconosce come i promotori, oltre che società, possono essere non di rado “persone fisiche o networks di sviluppatori di prodotti, potendo trattarsi di progetti in uno stato embrionale così come di attività in uno stato di maggiore avanzamento, che possono essere portate avanti tanto da network di sviluppatori (come tipicamente avviene nell’ecosistema *FinTech*) quanto da imprese che assumono una tradizionale forma societaria”²⁶⁰.

3. Un regime pilota per i *security token* (Pilot regime)

La Strategia in materia di finanza digitale presentata dalla Commissione europea si compone, oltre che della MiCAR, anche di una proposta di un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito; in sostanza, tale regime pilota concerne quelle cripto-attività assimilabili a strumenti finanziari, note come *security token*, introducendo espressa deroga alla disciplina comunitaria che risulterebbe applicabile in via ordinaria. Anche in tale ambito il regolatore europeo individua quattro obiettivi generali, sotto diversi punti simili a quelli concernenti la MiCAR, a cui risponde la proposta legislativa in questione: la certezza del diritto, in quanto affinché i mercati secondari delle cripto-attività, qualificabili alla stregua di strumenti finanziari, si sviluppino all’interno

²⁵⁹ Consob, *Rapporto finale sulle offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, 2020, pg. 10

²⁶⁰ Consob, *Rapporto finale sulle offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, 2020, pg. 9

dell'UE, è necessario individuare in quali punti il quadro non è più adatto alle sue finalità; il sostegno all'innovazione, in particolare attraverso l'eliminazione degli ostacoli di tipo normativo-regolamentare che si frappongono all'applicazione delle nuove tecnologie al settore finanziario; la tutela dei consumatori e degli investitori e l'integrità del mercato; la stabilità finanziaria. Più in generale, la finalità di lungo termine perseguita dalla Commissione è quella di “tokenizzare le attività finanziarie tradizionali e di utilizzare maggiormente la *DLT* nei servizi finanziari”, attraverso un *sandbox* europeo all'interno del quale le infrastrutture di mercato basate su *DLT* risulterebbero temporaneamente esentate dai plurimi requisiti stabiliti dalla legislazione tradizionale in materia di mercati finanziari, supportando così lo sviluppo, da parte di queste ultime, di soluzioni innovative per la negoziazione e il regolamento delle operazioni concernenti gli strumenti finanziari.

Si noti come il presupposto da cui prende le mosse il regolatore europeo concerne la sostanziale applicazione, per la fase di emissione di *security token*, della disciplina europea tradizionale, ritenendola compatibile con la tecnologia *DLT*, ad eccezione di alcune modifiche di dettaglio²⁶¹ e l'ampliamento dell'attuale definizione contenuta nella MIFID II, al fine di includere la nuova categoria di “*financial instruments based on DLT*”²⁶².

Maggiori criticità vengono invece riscontrate dalla Commissione con riguardo al mercato secondario, in ragione di una serie di disposizioni che, per il loro contenuto, rischiano di compromettere l'efficienza del mercato e la sua liquidità, impedendone di fatto l'espansione. Ciò che preoccupa maggiormente il regolatore europeo sono i rischi legati all'assenza di trasparenza e sicurezza garantiti dai protocolli che sono alla base dei *crypto-assets*; in sostanza, vi è la consapevolezza che la disciplina tradizionale, relativamente al mercato secondario, non sarebbe in grado di far fronte ai nuovi rischi posti dalla *DLT*, in particolar modo

²⁶¹ Le principali modifiche riguardano: il Regolamento (EU) 2017/1129, sul prospetto informativo, la direttiva 2013/50/EU, sulla trasparenza, il Regolamento (EU) No 596/2014 sugli abusi di mercato, nonché il Regolamento in materia di vendite allo scoperto n. 236/2012

²⁶² *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2006/43/EC, 2009/65/EC, 2009/138/EU, 2011/61/EU, EU/2013/36, 2014/65/EU, (EU) 2015/2366 and EU/2016/2341 - COM(2020)596*

in relazione alle fasi di *trading* e *post-trading*²⁶³. Tra questi, uno dei maggiori problemi che si verificano in questo stadio è il c.d. *settlement risk*, ossia il rischio che una delle due controparti non adempia alla sua obbligazione evitando di pagare o di rilasciare lo strumento finanziario²⁶⁴.

Per ciò che concerne l'ambito oggettivo della proposta, tenuto conto dell'obiettivo di sperimentazione nonché della necessità di contenere l'impatto di possibili malfunzionamenti sulla stabilità finanziaria, questa si applica con riferimento alle sole azioni ed obbligazioni tokenizzate, nel rispetto di determinate soglie di valore individuale (per singolo strumento), e complessivo (controvalore di strumenti che può essere registrato presso un'infrastruttura di mercato *DLT*); al riguardo, viene introdotto un apposito sistema di monitoraggio, da parte delle autorità competenti, circa il rispetto delle soglie, al superamento delle quali l'infrastruttura dovrà attivare la c.d. "*transiction strategy*"²⁶⁵. L'articolo 3(1) del *Pilot regime* stabilisce le seguenti soglie individuali: azioni di emittenti con capitalizzazione inferiore a 200 milioni di euro, e obbligazioni convertibili, garantite, *corporate bond* ed altre obbligazioni pubbliche e private con emissione complessiva minore di 500 milioni di euro. Relativamente alla soglia complessiva, il valore totale di mercato di strumenti finanziari registrati in un'infrastruttura *DLT* non deve superare i 2,5 miliardi di euro. Le scelte in questione, seppur incluse nel testo originario della proposta e quindi suscettibili di modifiche nell'ambito del negoziato in corso, possono sollevare talune perplessità, così come sottolineato di recente dalla stessa Consob; in particolare, l'impostazione seguita dal regolatore europeo si presenta come eccessivamente restrittiva, sia per l'esclusione di strumenti quali i titoli di Stato ed i fondi UCITS, che per il valore piuttosto basso delle soglie che rischia di limitare l'operatività delle infrastrutture, essendo al

²⁶³ Si pensi, a titolo di esempio, al fatto che le piattaforme di negoziazione di *crypto-assets* consentono un accesso diretto anche all'investitore *retail*, possibilità invece negata nelle piattaforme di *trading* tradizionali, in cui operano i soli intermediari autorizzati

²⁶⁴ Mattassoglio F., *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato secondario (ignorando bitcoin)?*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2021, pg. 444

²⁶⁵ La strategia di uscita dal *business* avviato nell'ambito del regime pilota

contrario necessario il ricorso a maggiori elementi di flessibilità nella regolamentazione del fenomeno²⁶⁶.

Da un punto di vista soggettivo, invece, l'offerta di servizi di negoziazione e regolamento in materia di *security token* viene consentita, previa autorizzazione, alle seguenti infrastrutture esistenti (c.d. *incumbents*): *multilateral trading facility* (MTF), gestita da imprese di investimento (incluse le banche) o gestori di mercato regolamentato, autorizzate in base alla MIFID II; depositari centrali (CSD), autorizzati in base alla CSDR. In ragione del maggior grado di condensazione, tra le fasi di *trading* e *post-trading*, che le nuove tecnologie sono in grado di produrre, l'articolo 4(2) prevede espressamente la possibilità per un MTF basato su *DLT*, al ricorrere di determinate condizioni, di offrire anche servizi di regolamento e registrazione iniziale dei titoli; al riguardo, sarebbe necessario riconoscere identica possibilità per i DLT CSD che vogliano offrire servizi di trading, così da assicurare maggiore *level playing field* tra MTF e CSD. Tale approccio sembra creare, nella sua versione originaria, un regime di favore per gli operatori già presenti sul mercato, precludendo l'ingresso a entità non ancora autorizzate. Sarebbe al contrario auspicabile l'apertura del regime sperimentale anche a nuovi soggetti, mediante il riconoscimento di un'autorizzazione temporanea e a condizione che venga in ogni caso garantito un *level playing field* con le imprese di investimento e i depositari centrali già autorizzati²⁶⁷.

Sotto il profilo tecnologico, infine, la proposta di regolamento europeo non prende una posizione in merito alla tipologia di *DLT* cui si può fare ricorso per l'offerta di servizi connessi a *security token*, sebbene da talune disposizioni contenute nel testo sembra emergere il dubbio di una preferenza del legislatore per un modello "privato" e/o addirittura "proprietario" (*permissioned*). Si ritiene a tal riguardo importante dare maggiore evidenza al principio di "neutralità tecnologica" anche nell'ambito delle *DLT*, il quale non prevede, attraverso la regolamentazione, l'imposizione di una specifica tecnologia da utilizzare²⁶⁸.

²⁶⁶ Zetzsche D.A e Woxholth J., "The DLT Sandbox under the Pilot Regulation", EBI Working Paper Series, 2021, pg. 27

²⁶⁷ Consob, Audizione del Commissario Paolo Ciocca, VI Commissione permanente (Finanze), Pacchetto Finanza Digitale, Scheda tecnica, 2021, pg. 10

²⁶⁸ Consob, Audizione del Commissario Paolo Ciocca, VI Commissione permanente (Finanze), Pacchetto Finanza Digitale, Scheda tecnica, 2021, pg. 11

Anche con riguardo al Pilot regime, similmente a quanto effettuato per la MiCAR, risulta doveroso soffermarsi, brevemente, sul tipo di strumento a cui ha fatto ricorso il regolatore europeo per disciplinare il fenomeno dei *security token*. Al riguardo, se per la MiCAR i problemi classificatori e la necessità di introdurre una normativa armonizzata hanno portato la Commissione a preferire lo strumento del regolamento, per la proposta in questione invece si è preferito ricorrere ai nuovi strumenti di intervento pubblico, come la *regulatory sandbox*, particolarmente rispondenti alle peculiarità proprie del *FinTech*. In quest'ultimo caso, quindi, hanno pesato sulle valutazioni della Commissione considerazioni di carattere pratico, legate alla necessità di individuare i principali ostacoli allo sviluppo di un mercato secondario basato sulla *DLT*, nonché di acquisire maggiori conoscenze sugli utilizzi della stessa.

Tale aspetto viene evidenziato chiaramente all'interno della valutazione d'impatto contenuta nella proposta. In particolare, tra le tre ipotesi delineate (strumenti di *soft law*, modifiche normative mirate e regime pilota) è stata di fatto adottata l'ultima, privilegiando la necessità, tanto per le imprese quanto per le autorità di vigilanza, di sperimentare l'utilizzo della *DLT*. Lo strumento del *sandbox*, dunque, è stato valutato come il più idoneo, sotto il profilo della proporzionalità dell'intervento pubblico, data la flessibilità che lo caratterizza, nonché la considerazione per cui *“attualmente non vi sono prove sufficienti a suffragare la necessità di apportare modifiche permanenti più significative e di ampia portata al quadro vigente in materia di servizi finanziari in modo che tenga conto dell'uso della DLT”*²⁶⁹.

3.1. L'impianto autorizzativo e regolamentare per il mercato secondario

Alla luce di quanto osservato sopra, la Commissione europea introduce un regime transitorio e in deroga alla disciplina vigente (una *regulatory sandbox*), applicabile a quelle infrastrutture di mercato che abbiano ad oggetto il trasferimento, la registrazione e la custodia di *security token*; in particolare, il regime pilota si rivolgerebbe a due nuove categorie di soggetti, il DLT MTF, deputato alla gestione del mercato, e il DLT CSD, responsabile per la fase di *post-*

²⁶⁹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52020PC0594>

trading, consentendogli la prestazione di servizi concernenti *crypto-assets* qualificabili alla stregua di strumenti finanziari, attraverso l'esenzione dall'osservanza di talune disposizioni della normativa finanziaria europea. Per tale periodo di prova è stata proposta una durata di sei anni.

Affinché tali “nuovi” intermediari possano procedere alla prestazione dei servizi oggetto del regime pilota, questi devono essere specificatamente autorizzati da parte delle autorità nazionale competente, da identificarsi sulla base delle disposizioni contenute nella MIFID II e nella CSDR. In ragione della circostanza, già sottolineata in precedenza, per cui il ruolo di MTF e CSD DLT può essere svolto solo da imprese di investimento (o gestori di mercato) e depositari centrali già autorizzati, l'autorizzazione di cui agli articoli 7 e 8 del Pilot regime si traduce sostanzialmente nel permesso a derogare a una o più disposizioni del regime tradizionale²⁷⁰. Si noti, inoltre, come le esenzioni vengono autorizzate dalla NCA solo qualora gli operatori *DLT* siano in grado di dimostrare che esse sono proporzionate e giustificate dall'utilizzo delle nuove tecnologie e viene comunque richiesto, per ogni singolo caso, di garantire il rispetto di una serie di condizioni ulteriori.

Per ciò che concerne il DLT MTF, l'articolo 4(2) introduzione innanzitutto la possibilità per tale infrastruttura di mercato di ammettere alla negoziazione valori mobiliari DLT (*security token*) non registrati presso un CSD conformemente a quanto previsto dalla disciplina tradizionale, ma registrati in un registro distribuito tenuto dal DLT MTF; tale previsione costituisce un'importante deroga al principale ostacolo normativo, già sottolineato in precedenza, rappresentato dall'articolo 3(2) del Regolamento CSDR²⁷¹, che sancisce attualmente l'obbligo di rappresentazione in forma scritturale, presso un depositario centrale, dei valori mobiliari oggetto di transazioni su una sede di negoziazione. Nel caso in cui invece non sia stata presentata alcuna richiesta di esenzione da parte di un MTF DLT, i valori mobiliari

²⁷⁰ Mattassoglio F., *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato secondario (ignorando bitcoin)?*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2021, pg. 446

²⁷¹ “Where a transaction in transferable securities takes place on a trading venue the relevant securities shall be recorded in book-entry form in a CSD on or before the intended settlement date, unless they have already been so recorded”

DLT sono registrati tramite scrittura contabile presso un CSD o nel registro distribuito di un CSD che gestisce un sistema di regolamento titoli DLT.

Qualora un MTF DLT richiede di essere esentato a norma del già citato articolo, e quindi provveda direttamente alla gestione di un registro distribuito per i valori mobiliari DLT, è tenuto all'osservanza, attraverso procedure e dispositivi efficaci, delle seguenti accortezze: assicurare che il numero di valori mobiliari DLT, in un'emissione o parte di essa, ammessi alla negoziazione sia pari alla somma dei valori mobiliari DLT che costituiscono tale emissione o parte di essa registrati nella DLT in un determinato momento; garantire la custodia dei valori mobiliari DLT, nonché dei fondi per effettuare pagamenti per tali titoli o delle garanzie reali prestate in relazione a tali operazioni; consentire di confermare in modo chiaro e tempestivo i dettagli delle operazioni in valori mobiliari DLT, compresi i pagamenti effettuati in relazione a esse; assicurare il regolamento delle operazioni in valori mobiliari DLT quasi in tempo reale o in giornata e comunque non oltre il secondo giorno lavorativo successivo alla conclusione dell'operazione; fornire informazioni chiare, precise e tempestive in relazione al regolamento delle operazioni, compreso il carattere definitivo del regolamento, definendo il momento a partire dal quale gli ordini di trasferimento o altre istruzioni pre-identificate non possono essere revocati da un membro, partecipante, emittente o cliente; garantire la consegna contro pagamento. L'articolo 4(3) consente inoltre il regolamento dei pagamenti tanto tramite moneta di banca centrale, ove possibile, oppure attraverso moneta di banca commerciale, anche sotto forma di *token*²⁷².

La seconda esenzione prevista dal Pilot regime per i MTF DLT attiene alla deroga dall'obbligo di intermediazione, e quindi alla possibilità di far accedere alla piattaforma di negoziazione non soltanto i soggetti autorizzati ai sensi della MIFID II, ossia banche, imprese di investimento e investitori professionali, ma anche a persone fisiche e giuridiche che siano qualificabili come investitori non professionali. Al riguardo il regolatore europeo richiede il rispetto di determinate condizioni, in particolare per ciò che concerne la capacità di *trading*, la competenza

²⁷² Si noti come in tale ultimo caso il Pilot regime prevede alcune accortezze ulteriori da parte dell'infrastruttura di mercato DLT “*Where settlement occurs through commercial bank money or e-money tokens, the investment firm or market operator operating the DLT MTF shall identify, measure, monitor, manage, and minimise any counterparty risk arising from the use of such money; and either prevents or, if not possible, addresses settlement fails*”

ed esperienza dell'investitore non professionale; inoltre, viene precisato come tali soggetti non possano essere *market makers*, non devano effettuare *high-frequency algorithmic trading* (HFT) e negoziazione per conto di terzi, attività queste riservate dalla MIFID II a soggetti specificatamente autorizzati.

Relativamente al DLT CSD, pur rimanendo soggetto a tutti i requisiti stabiliti dal Regolamento CSDR, questo ha la possibilità di richiedere una serie di esenzioni contenute nell'articolo 5 del Pilot regime, nel rispetto di determinate condizioni. Innanzitutto, conformemente all'articolo 5(2), un DLT CSD può chiedere l'esenzione dalle disposizioni in materia di forma dematerializzata, ordine di trasferimento, conto titoli, registrazione dei valori mobiliari tramite scrittura contabile, presidi dell'integrità dell'emissione e protezione dei titoli dei partecipanti, ottemperando al rispetto di una serie di misure compensative. Similmente a quanto previsto per la disciplina del DLT MTF, anche per un DLT CSD viene introdotta la possibilità, relativamente ai partecipanti ammessi, di estensione dell'accesso a persone fisiche e giuridiche; difatti, allo stato attuale la CSDR limita la partecipazione ai sistemi di regolamento dei titoli ai soli partecipanti così come definiti dalla Settlement Finality Directive (Direttiva 98/26/CE), ossia banche, imprese di investimento, autorità pubbliche e controparti centrali, stanze di compensazione e agenti di regolamento. Ovviamente, anche in tal caso sarà necessario il rispetto da parte di questi di determinate condizioni, in linea con quelle richieste nel caso di DLT MTF, attinenti alla capacità, competenza, esperienza e conoscenza della fase post-negoziazione, nonché alla sussistenza di requisiti di professionalità e onorabilità.

Il Pilot regime sancisce infine due ulteriori esenzioni per le quali può essere autorizzato un DLT CSD, in materia di esternalizzazione di servizi e regolamento della gamba contante (c.d. *cash settlement*); al riguardo, viene specificato come il regolamento debba avvenire in moneta di banca centrale, se possibile, oppure in forma tokenizzata, nel qual caso l'infrastruttura dovrà gestire e ridurre al minimo qualsiasi rischio di controparte derivante da tale utilizzo.

L'operatività tramite DLT, che caratterizza il fenomeno in questione, richiede alle infrastrutture di mercato di affrontare rischi specifici nella prestazione di servizi connessi a *security token*. Proprio per tale ragione, il regolatore europeo

introduce all'articolo 6 ulteriori obblighi e doveri a cui devono sottostare gli operatori del mercato, primi fra tutti quelli relativi alla trasparenza verso gli investitori sulla *DLT* utilizzata²⁷³. Tra i principali obblighi informativi assumono particolare rilevanza i seguenti: elaborazione di un piano aziendale, chiaro e dettagliato, contenente una descrizione delle attività e dei servizi svolti; predisposizione di una documentazione scritta, accessibile al pubblico, che definisce le norme in base alle quali opera l'infrastruttura di mercato DLT, compresi i relativi termini che descrivono i diritti e gli obblighi del gestore, nonché quelli dei membri, dei partecipanti, degli emittenti e dei clienti che utilizzano l'infrastruttura; trasmettere ai membri, partecipanti, emittenti informazioni chiare e inequivocabili, sulle modalità con cui svolgono le loro funzioni, e su come tali modalità si discostano da quelle di un MTF o di un CSD. Alla luce del primario ruolo ricoperto dalla componente tecnologica, l'articolo 6(4) impone agli operatori del mercato il dovere di assicurare il funzionamento e l'efficacia di tutti i dispositivi informatici e cybernetici connessi all'utilizzo della *DLT*, predisponendo altresì un'adeguata procedura di gestione del rischio operativo derivante dai *security token* e dalla sottostante tecnologia; al fine di controllare l'affidabilità della procedura, le autorità di vigilanza possono richiederne un'adeguata verifica, attraverso la nomina di un revisore indipendente. Nel caso in cui un'infrastruttura DLT garantisca la custodia dei fondi, delle garanzie reali e dei valori mobiliari DLT dei partecipanti, degli emittenti, dei membri o dei clienti, nonché i mezzi di accesso, anche sotto forma di chiavi crittografiche, assicura l'adozione di una serie di misure volte ad evitare rischi di accesso non autorizzato, perdita, attacchi informatici, nonché ad impedire l'utilizzo di tali fondi e garanzie per proprio conto e a tenerli separati dalle proprie attività. Infine, come già sottolineato in precedenza, il gestore di un'infrastruttura di mercato DLT è tenuto ad elaborare un'apposita *transition strategy*²⁷⁴, per la transizione ad una determinata infrastruttura o per la sua graduale cessazione, pronta per essere attuata tempestivamente qualora l'autorizzazione o alcune delle

²⁷³ Mattassoglio F., *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato secondario (ignorando bitcoin)?*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2021, pg. 447

²⁷⁴ La strategia di transizione è aggiornata continuamente, previo consenso dell'autorità competente che ha concesso l'autorizzazione a operare e le relative esenzioni di cui agli articoli 4 e 5

esenzioni concesse a norma degli articoli 4 e 5 del Pilot regime debbano essere sospese o revocate, o ancora in caso di cessazione volontaria o involontaria dell'attività dell'MTF DLT o del DLT CSD.

Il processo autorizzativo prende avvio con la presentazione di apposita istanza, finalizzata alla gestione di un DLT MTF o di un sistema di regolamento titoli DLT, concernente gli elementi indicati agli articoli 7(2) e 8(2) del Pilot regime²⁷⁵. L'autorizzazione può essere negata dall'autorità competente qualora vi siano rischi significativi per la tutela degli investitori, la stabilità finanziaria o l'integrità del mercato, oppure qualora le esenzioni richieste siano finalizzate all'elusione dei requisiti stabiliti dalla legislazione vigente. Inoltre, l'autorizzazione inizialmente concessa può essere revocata in un successivo momento, nella sua interezza o in relazione a singole esenzioni, previa consultazione dell'ESMA, al ricorrere di determinate circostanze, quali: l'infrastruttura DLT ha violato le condizioni in forza delle quali erano state concesse l'esenzioni di cui al regime pilota; l'infrastruttura DLT ha ammesso alla negoziazione o registrato *security token* che non soddisfano le condizioni di cui all'articolo 3(1)(2), o ancora ha superato le soglie stabilite per l'applicazione del regime pilota; l'infrastruttura DLT abbia ottenuto l'autorizzazione sulla base di informazioni fuorvianti, ivi comprese omissioni sostanziali. Infine, qualora un DLT MTF o DLT CSD intenda apportare

²⁷⁵ In particolare, per la gestione di un DLT MTF viene richiesto: “(a) *the information required under Article 7(4) of Directive 2014/65/EU*; (b) *the business plan, rules of the DLT MTF and associated legal arrangements as referred to in Article 6(1) as well the information regarding the functioning, services and activities of the DLT MTF as referred to in Article 6(3)*; (c) *where applicable, the functioning of its proprietary DLT as referred to in Article 6(2)*; (d) *its overall IT and cyber arrangements as referred to in Article 6(4)*; (e) *where applicable, a description of the safekeeping arrangements of clients’ DLT transferable securities as referred to in Article 6(5)*; (f) *its transition strategy, as referred to in Article 6(6)*; and (g) *the exemptions it is requesting in accordance with Article 4, the justification for each exemption sought, any compensatory measures proposed as well as the means envisaged to comply with the conditions attached to such exemptions under Article 4*”; per quanto attiene alla gestione di un DLT SSS, devono essere indicati i seguenti elementi: “(a) *the information required under Article 7(9) of Regulation (EU) No 909/2014*; (b) *the business plan, rules of the DLT securities settlement system and associated legal arrangements as referred to in Article 6(1) as well as information regarding the functioning, services and activities of the DLT securities settlement system as referred to in Article 6(3)*; (c) *the functioning of its proprietary DLT as referred to in Article 6(2)*; (d) *its overall IT and cyber arrangements as referred to in Article 6(4)*; (e) *the safekeeping arrangements as referred to in Article 6(5)*; (f) *the transition strategy as referred to in Article 6(6)*; (g) *the exemptions it is requesting, in accordance with Article 5, the justifications for each exemption sought, any compensatory measures proposed as well as the measures envisaged to comply with the conditions attached to such exemptions under Article 5*”

una modifica sostanziale alla *DLT*, oppure alle sue attività o servizi, questo sarà tenuto a richiedere all'autorità competente il rilascio di una nuova autorizzazione, esenzione o modifica.

Si noti come la proposta in questione preveda un significativo coinvolgimento dell'autorità europea, l'ESMA, già dalla fase di autorizzazione delle infrastrutture²⁷⁶. In particolare, l'autorità competente a cui è presentata la relativa istanza, prima di pronunciarsi sul merito della stessa deve fornire all'ESMA una serie di elementi informativi, tra cui le esenzioni richieste dal soggetto richiedente e le relative motivazioni; nel termine di tre mesi, l'ESMA fornisce all'autorità competente un parere non vincolante sulla domanda e formula le raccomandazioni sulle esenzioni chieste dal richiedente²⁷⁷. L'ESMA promuove la proporzionalità e la coerenza delle esenzioni concesse dalle autorità competenti alle imprese di investimento o ai gestori del mercato che gestiscono MTF DLT in tutta l'Unione europea. L'ESMA è altresì responsabile per la tenuta dell'elenco dei DLT MTF e DLT CSD autorizzati, con l'indicazione delle esenzioni attribuite a ciascuno di essi, oltre alla data di inizio e fine delle autorizzazioni specifiche. A conferma della centralità dell'ESMA, l'articolo 9(5) del regime pilota sottolinea come *“L'ESMA svolge un ruolo di coordinamento tra le autorità competenti al fine di favorire una visione comune della tecnologia di registro distribuito e dell'infrastruttura di mercato DLT, nonché una cultura comune della vigilanza e pratiche di vigilanza convergenti, garantendo approcci coerenti e la convergenza nei risultati di vigilanza”*²⁷⁸. Appare, dunque, chiaro che l'intenzione della Commissione è quella di affidare all'ESMA un ruolo centrale nello sviluppo di tale tecnologia, in linea con l'idea per cui, al fine consentire lo sviluppo delle nuove tecnologie e una loro regolamentazione, sia necessario un approccio *bottom-up* e di *co-regulation*.

²⁷⁶ Inoltre, l'autorità europea deve essere preventivamente consultata dall'autorità competente qualora si debba procedere alla revoca dell'autorizzazione concessa

²⁷⁷ *“Within three months of receipt of the notification, ESMA shall provide the competent authority with a non-binding opinion on the application and shall make any recommendations on the exemptions requested by the applicant, that are necessary to ensure investor protection, market integrity and financial stability”*

²⁷⁸ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020PC0594>

Infine, il Pilot regime sancisce, all'articolo 9, un principio di generale collaborazione tra i gestori delle infrastrutture di mercato DLT, le autorità competenti e l'ESMA, fondato principalmente su uno scambio di informazioni in presenza di eventi rilevanti, quali ad esempio: modifiche sostanziali del piano aziendale, accessi non autorizzati, malfunzionamenti, attacchi informatici o modifiche sostanziali delle informazioni fornite all'autorità in fase di autorizzazione. È inoltre previsto che, con cadenza semestrale, l'infrastruttura che ha ricevuto l'autorizzazione presenti all'autorità nazionale e all'ESMA una relazione informativa ²⁷⁹. Alle autorità competenti che hanno concesso l'autorizzazione specifica viene comunque riconosciuta la possibilità richiedere qualsiasi misura correttiva al piano aziendale, alle regole dell'infrastruttura di mercato DLT e ai relativi dispositivi giuridici per garantire la tutela degli investitori, l'integrità del mercato o la stabilità finanziaria.

Nel suo complesso la proposta in questione si configura senz'altro come un'importante iniziativa del regolatore europeo volta a superare gli ostacoli normativi esistenti, evidenziati in più occasioni sia dalle autorità nazionali che da quelle europee, al pieno sviluppo dei *crypto-assets* assimilabili a strumenti finanziari, anche noti secondo la tassonomia generalmente condivisa come *security token*. In particolare, risulta degno di nota il ricorso della Commissione europea allo strumento del *regulatory sandbox*, caratterizzato da un sufficiente grado di flessibilità e idoneo a consentire agli operatori di mercato lo sviluppo di soluzioni tecnologiche innovative concernenti i *security token*, e alle autorità di vigilanza di acquisire esperienze sulle opportunità e rischi connessi a tale fenomeno; proprio

²⁷⁹ "Every six months from the date of the specific permission, the operator of a DLT market infrastructure shall submit a report to the competent authority and ESMA. Such report shall include, without limitation: (a) a summary of any information listed in the second sub-paragraph of paragraph 1; (b) the number and value of DLT transferable securities admitted to trading on the DLT MTF, the number and value of DLT transferable securities recorded by a CSD operating DLT securities settlement systems, and where applicable, the number and value of transferable securities recorded by an investment firm or market operator operating on a DLT MTF; (c) the number and value of transactions traded on a DLT MTF and settled either by a CSD operating a DLT securities settlement system, or where applicable, by an investment firm or market operator operating a DLT MTF; (d) a reasoned assessment of any difficulties in applying Union financial services legislation or national law; and (e) the measures taken to implement any compensatory or corrective measures required by the competent authority or conditions imposed by the competent authority"

tale carattere di flessibilità comporta al tempo stesso il rischio di approcci divergenti all'interno dell'Unione europea, in ragione della disapplicazione di talune disposizioni comunitarie da parte delle singole autorità nazionali, essendo quindi necessario un elevato grado di cooperazione e collaborazione internazionale nell'applicazione del regime pilota²⁸⁰, con un ruolo primario che verrà ricoperto dall'ESMA. Tuttavia, anche in ragione del negoziato tutt'ora in corso, è auspicabile l'adozione di un approccio teso a accogliere il più possibile le diverse sfumature del fenomeno, sia dal punto di vista del tipo di strumenti che del limite delle soglie, evitando altresì di replicare, per tali nuovi attività, la disciplina finanziaria tradizionale (sia dal punto di vista del tipo di presidi che degli intermediari).

3.2. L'emissione sul mercato primario: l'assenza di una *lex cryptography italiana*

Come è stato già osservato, la sperimentazione proposta dalla Commissione europea concerne il solo mercato secondario, relativamente alle attività di negoziazione, regolamento e custodia, non riguardando invece la fase di emissione e il mercato primario. Ciò nonostante, al fine di consentire il pieno sviluppo del mercato delle cripto-attività assimilabili a strumenti finanziari, risulta necessario un intervento normativo anche in tale ambito, in particolare per ciò che concerne i singoli ordinamenti nazionali. Difatti, il Pilot regime e più in generale la dottrina specialistica partono dal presupposto dell'esistenza di *token* qualificabili come strumenti finanziari (*security token*) o, in ragione del perimetro applicativo del regime pilota, come valori mobiliari (*transferable securities*), in quanto tali “*emessi, registrati, trasferiti, e custoditi*” attraverso la tecnologia *DLT*. Tuttavia, al fine di poter permettere nella pratica tale assimilazione, è necessaria la soluzione di una serie di questioni giuridiche tanto del diritto finanziario quanto di quello societario, in particolare per ciò che concerne l'emissione e la rappresentazione di valori mobiliari attraverso la nuova tecnologia *DLT*, in alternativa rispetto alla dematerializzazione e gestione accentrata²⁸¹. In assenza di tale ulteriore intervento

²⁸⁰ Consob, *Fintech: Profili di attenzione e opportunità per gli emittenti e il risparmio nazionale*, Audizione del Segretario generale Maria Antonietta Scopelliti, Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, 2021, pg. 6

²⁸¹ Ciocca P., “*Le iniziative regolamentari per il fintech: a che punto siamo?*”, Intervento al Laboratorio di Finanza Digitale, Università degli studi dell'Insubria, 2021, pg. 4

regolamentare, risulta impossibile da un punto di vista tecnico discorrere di veri e propri *security token*, e quindi di valori mobiliari DLT così come definiti nel Pilot regime; piuttosto, sarebbe più corretto parlare di *tokenised securities*, riconducibili al novero dei derivati, ma comunque emessi e circolanti nel rispetto delle tradizionali tecniche giuridiche dell'ordinamento di riferimento, non intervenendo quindi a delineare una nuova tipologia di valori mobiliari, per ciò che attiene alla dimensione primaria del fenomeno²⁸².

L'ambito di intervento sopra evidenziato non è stato incluso nel pacchetto di riforme legislative proposte dal regolatore europeo, ciò anche in ragione della rilevanza di diversi profili societari, oltre che civilistici, e in quanto tale di interesse prettamente nazionale. Non si può tuttavia sottolineare come l'assenza di qualsivoglia regolamentazione, diretta e indiretta, degli emittenti e della fase di emissione di *security token*, almeno per ciò che concerne i contenuti tecnologici sottostanti, rappresenti un elemento di particolare debolezza della proposta del regolatore europeo²⁸³; difatti, resta compito delle singole legislazioni nazionali e degli Stati membri stabilire, nel rispetto del principio di neutralità tecnologica, gli standard tecnologici minimi, riferibili alla *DLT*, in grado di garantire affidabilità e legalità nelle modalità di emissione e rappresentazione di valori mobiliari DLT²⁸⁴.

Al riguardo, taluni ordinamenti nazionali sono già intervenuti al livello di legislazione primaria, al fine di rendere possibile il passaggio tecnico, e concettuale, da meri *tokenised securities* a veri e propri *security token*. La prima giurisdizione a muoversi in tal senso è stata la Francia, attraverso il c.d. "*Loi Sapin II*" del 2016, che ha consentito l'impiego della *distributed ledger technology* relativamente a strumenti finanziari non ammessi alle negoziazioni su una *trading venue* ai sensi della MIFID II, autorizzando il governo francese a modificare la legge applicabile²⁸⁵. In particolare, attraverso un'*ordonnance* del 2017 è stata chiarita la

²⁸² Carriere P., *Il fenomeno delle cripto-attività (crypto-asset) in una prospettiva societaria*, in Banca Impresa Società, 2020, pg. 471

²⁸³ Mattassoglio F., *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato secondario (ignorando bitcoin)?*, in Rivista di Diritto Bancario, 2021, pg. 451

²⁸⁴ Carriere P., *Crypto-assets: le proposte di regolamentazione della Commissione UE. Opportunità e sfide per il mercato italiano*, in Diritto bancario, 2020, pg. 16

²⁸⁵ De Luca N., *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza*, in Cian M. e Sandei C., *Diritto del Fintech*. Assago: Wolters Kluwer, 2020, pg. 431

possibilità di registrazione in conto tramite dematerializzazione sulla *DLT*, ad eccezione di quelli scambiati su sedi di negoziazione o nel caso in cui vi sia il ricorso ad un depositario centrale. A tali primi interventi ha fatto seguito il Decreto n. 1266/2018, c.d. *Blockchain Decree*, che ha introdotto disposizioni ulteriori al fine di consentire l'equiparazione dell'iscrizione su *DLT*. Anche la Germania è intervenuta per modificare la rispettiva disciplina nazionale, anche se solamente in relazione alle obbligazioni al portatore²⁸⁶, prevedendo due nuove forme di emissione elettronica: tramite un registro elettronico gestito da un CSD, oppure attraverso un registro decentralizzato di "*crypto-securities*", il cui gestore dovrà essere dotato di un nuovo tipo di autorizzazione ai sensi della legge bancaria tedesca. Si noti come, in ossequio al principio di neutralità tecnologica, all'interno della normativa tedesca in questione non è previsto alcun esplicito riferimento alla *distributed ledger technology* o alla *blockchain*.

Nel nostro ordinamento, invece, non si è ancora provveduto a dare espresso riconoscimento normativo all'emissione tramite *distributed ledger technology*, essendo al contrario richiesto il ricorso alla tradizionale disciplina cartolare *ex* articolo 1992 c.c., o al sistema intermediato della dematerializzazione legale *ex* articolo 83-bis del TUF. Tuttavia, un intervento da parte del legislatore italiano risulta quanto mai necessario, non soltanto al fine di garantire la piena applicabilità del Pilot regime, ma anche in ragione del recente annuncio, da parte della Consob, del prossimo avvio del primo progetto, in Italia, volto a consentire l'emissione di *security token* tramite *distributed ledger technology*²⁸⁷ e *blockchain*.

4. Considerazioni conclusive: l'approccio del regolatore europeo alla luce del principio di neutralità tecnologica

Dalla disanima delle disposizioni introdotte dal regolatore europeo, e incluse nella Strategia in materia per la finanza digitale, emerge chiaramente

²⁸⁶ La regolamentazione di altri strumenti finanziari elettronici, quali azioni e quote di fondi di investimento, è demandata ad un momento successivo

²⁸⁷ Il Segretario generale della Consob, Maria Antonietta Scopelliti, è intervenuta all'inaugurazione, il 21 luglio 2021, del Milano Hub promosso dalla Banca D'Italia, annunciando la fase di studio da parte delle autorità di vigilanza e degli operatori del mercato circa la prima emissione di *security token*

l'intenzione della Commissione di voler disciplinare in maniera compiuta il fenomeno delle cripto-attività, sia qualora queste siano assimilabili a strumenti finanziari si nel caso in cui si collochino al di fuori delle categorie giuridiche esistenti, attraverso l'introduzione di una disciplina comunitaria armonizzata per il mercato dei *crypto-assets* (MiCAR), e di un regime pilota volto a consentire la negoziazione ed il regolamento di *security token*. Al riguardo, la MiCAR e più in generale l'approccio del regolatore europeo si basano su una fedele applicazione del principio di neutralità tecnologica²⁸⁸, il quale prevede che attività e servizi simili siano assoggettati alle medesime regole e standard, a prescindere quindi dal tipo di tecnologia a cui si faccia ricorso nella prestazione di tali attività. Proprio alla luce di tale principio è possibile interrogarsi su taluni profili di particolare rilevanza, anche al fine di valutare l'effettivo impatto che tale normativa futura potrà avere sul mercato, in particolare in relazione agli obiettivi prefissati dal regolatore europeo.

Un primo elemento di interesse, con riguardo all'ambito applicativo, attiene all'approccio *case-by-case*²⁸⁹, già proposto dalla Consob e successivamente ripreso dalla stessa Commissione europea, relativo alla necessità di verificare, di volta in volta, a quale categoria dovrebbe essere ricondotto il singolo *token*, prima di poter individuare la disciplina di riferimento, rischiando dunque di aumentare la situazione di incertezza. Un esempio pratico di siffatto approccio emerge chiaramente dalle disposizioni della MiCAR, in particolare dall'articolo 7(3), che impone, come sopra visto, l'obbligo per gli emittenti di *utility token* di presentare, unitamente alla notificazione del *white paper*, una dichiarazione che il *crypto-assets* non può essere qualificato come strumento finanziario, moneta elettronica o deposito²⁹⁰. Tale impostazione, oltre a tradursi in un onere aggiuntivo per gli operatori del mercato, può comportare il rischio di un'erronea qualificazione delle cripto-attività, con importanti conseguenze in termini di efficienza ed integrità del

²⁸⁸ Per una critica di tale principio si veda: Mattassoglio F., *Algoritmi e regolazione. Circa i limiti del principio di neutralità tecnologica*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2018

²⁸⁹ Mattassoglio F., *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato secondario (ignorando bitcoin)?*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2021, pg. 425

²⁹⁰ Anche con riferimento all'emissione di *asset-referenced token* l'articolo 16(2) della MiCAR richiede una «(d) a legal opinion that the asset-referenced tokens do not qualify as financial instruments, electronic money, deposits or structured deposits»

mercato, anche in ragione della diversa disciplina applicabile a seconda della qualificazione o meno come strumento finanziario (nel primo caso MIFID e Pilot regime, nel secondo caso MiCAR).

Le perplessità sopra evidenziate acquistano ancora più rilevanza in ragione del tipo di definizione formulata nella MiCAR con riguardo agli *utility token*; difatti, la definizione avanzata dal regolatore europeo risulta non soddisfacente, in particolare per l'identificazione del suo ambito applicativo in negativo, ossia riferendosi genericamente a quei *crypto-assets* non inclusi nella legislazione finanziaria esistente²⁹¹. A ciò si aggiunga l'assenza, nell'attuale definizione di strumento finanziario contenuta nella MIFID II, di elementi ulteriori che possano agevolare gli operatori nella distinzione tra *security token* e *crypto-assets* di cui alla MiCAR. In sostanza, l'applicazione al mercato delle cripto-attività di un “*private-sector-led approach*”, congiuntamente all'assenza di una chiara distinzione, dal punto di vista definitorio, delle cripto-attività includibili o meno nella normativa finanziaria esistente, può innalzare il rischio di fenomeni quali conflitti di interessi e arbitraggi regolamentari tra le diverse giurisdizioni europee.

Ben si comprende, quindi, l'importanza di meccanismi di convergenza e cooperazione internazionale, oltre che di interpello europeo in caso di dubbi circa la corretta qualificazione degli strumenti in questione, in particolare quando vengano coinvolte giurisdizioni e risparmiatori diversi da quelli del paese d'origine, al fine di evitare dannosi arbitraggi e competizioni regolamentari al ribasso. Il ragionamento è valido anche per le sperimentazioni Pilota su *DLT*, relativamente ai servizi di *trading* e *post-trading* che consentiranno deroghe alla normativa comunitaria da parte delle singole Autorità nazionali, con il conseguente rischio di approcci divergenti all'interno dell'Unione europea²⁹².

Un secondo elemento di attenzione concerne l'atteggiamento del regolatore europeo verso le tecnologie a cui si può fare ricorso per l'emissione e circolazione delle cripto-attività. Difatti, se da un lato la Commissione europea si pone come

²⁹¹ Zetzsche D.A. e Annunziata F. e Arner D.W. e Buckley R.P., *The Markets In Crypto-Assets Regulation (Mica)*, EBI Working Paper Series, 2020, pg. 23

²⁹² Consob, *Fintech: Profili di attenzione e opportunità per gli emittenti e il risparmio nazionale*, Audizione del Segretario generale Maria Antonietta Scopelliti, Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, 2021, pg. 6

obiettivo quello di dettare una disciplina compiuta per il mercato delle cripto-attività, dall'altro questa sembra voler cogliere soltanto talune delle potenzialità di tale fenomeno, in particolare per ciò che concerne le tecnologie *permissioned*, cercando invece di arginarne altre, che pure rappresentano una componente importante del mercato delle cripto-attività. Una simile impostazione non appare tuttavia del tutto in linea con il già citato principio di neutralità tecnologica, che richiederebbe di disciplinare il fenomeno a prescindere del tipo di tecnologia impiegata. Sotto tale profilo, risulta doveroso soffermarsi sul tipo di trattamento che si intende riservare, all'interno della MiCAR, alla c.d. *decentralised finance*, comprensiva di quelle cripto-attività per le quali non sia identificabile un emittente, create attraverso processi orizzontali come l'attività di *mining*. Allo stato attuale, la MiCAR prevede per tali tipologie di emissioni unicamente l'applicabilità delle disposizioni in materia di prestazione dei servizi, di cui al Titolo V, e non anche quelle concernenti l'offerta, di cui al Titolo II²⁹³.

Risulta opportuno evidenziare come un ulteriore sforzo regolamentare volto a includere nella futura disciplina anche i *crypto-assets* per i quali non sia possibile individuare una *legal entity* rappresenti un passaggio fondamentale al fine di garantire l'efficacia dell'intervento del regolatore europeo. Difatti, tale tipologia di cripto-attività risulta sempre più diffusa sul mercato e attrae l'interesse di un elevato numero di investitori, anche *retail*; di conseguenza, sebbene siano comprensibili le difficoltà riscontrare dal regolatore nel disciplinare tale fenomeno, in particolare per ciò che concerne l'individuazione dei soggetti che possano assumere il ruolo di *gatekeeper*, è auspicabile il compimento di ulteriori sforzi al riguardo, così da predisporre una regolamentazione europea in grado di disciplinare il fenomeno delle cripto-attività nella sua interezza. Altrimenti, permarrebbe il rischio che un approccio troppo restrittivo comporti incentivi non voluti, quali spinte alla delocalizzazione o a modelli di business costruiti su "aree grigie", con arbitraggi regolamentari e rischi per gli investitori e il mercato²⁹⁴.

²⁹³ Article 4(2)(b): "the crypto-assets are automatically created through mining as a reward for the maintenance of the DLT or the validation of transactions"

²⁹⁴ Ciocca P., "Le iniziative regolamentari per il fintech: a che punto siamo?", Intervento al Laboratorio di Finanza Digitale, Università degli studi dell'Insubria, 2021, pg. 3

Per ovviare a tali criticità, sarebbe opportuno individuare, all'interno della MiCAR, soluzioni normative in grado di ricomprendere anche il fenomeno della *decentralised finance*, innanzitutto differenziando il ruolo di emittenti, offerenti, e soggetti che richiedano l'ammissione alla negoziazione, così da poter responsabilizzare maggiormente, nel caso di cripto-attività prive di una *legal entity*, le ultime due figure. Inoltre, sarebbe necessario chiarire come l'esenzione prevista dall'articolo 4(2)(b) della MiCAR con riguardo alle cripto-attività emesse tramite *mining* non incida sulle eventuali rivendite successive di tali *crypto-assets*, che dovrebbero essere invece svolte nel rispetto delle disposizioni di cui al Titolo II.

Simili considerazioni con riguardo all'atteggiamento del regolatore verso talune tecnologie possono essere effettuate anche nel caso del DLT Pilot regime. La proposta europea non sembra assumere una posizione espressa in merito alla tipologia di *DLT* cui si può fare ricorso per la negoziazione e il regolamento di *security token*; tuttavia, alcune espressioni adoperate nel testo possono suggerire il favore del regolatore europeo per un modello "privato" e/o addirittura "proprietario", di tipo *permissioned*. Si ritiene a tal riguardo importante dare maggiore evidenza al principio di neutralità tecnologica anche nell'ambito del Pilot regime: un approccio di neutralità tecnologica vuol dire permettere, ma non imporre, con la regolamentazione l'uso di una specifica tecnologia; in particolare, la neutralità tecnologica lascia alla valutazione caso per caso delle singole Autorità di vigilanza il compito di verificare in concreto se la tecnologia utilizzata dal soggetto richiedente l'autorizzazione sia o meno in grado di assicurare il rispetto dei requisiti previsti dalla futura normativa²⁹⁵.

Infine, vi è un ulteriore elemento di riflessione con riguardo all'applicazione del principio di neutralità tecnologica da parte del regolatore europeo. Conformemente a siffatto principio, prima le autorità di vigilanza nazionali e dopo la Commissione europea, partendo dalla tassonomia di cripto-attività già illustrata, hanno proceduto a vagliare le caratteristiche dei *crypto-assets* emessi al fine di ricondurli alle categorie giuridiche esistenti, in particolare operando una distinzione tra *security token*, qualificabili come strumenti finanziari in ragione della funzione

²⁹⁵ Consob, *Audizione del Commissario Paolo Ciocca, VI Commissione permanente (Finanze), Pacchetto Finanza Digitale*, Scheda tecnica, 2021, pg. 11

di investimento assolta, e *utility token*, per i quali emerge invece la prevalenza della funzione di godimento di un bene o servizio, e in quanto tali collocati al di fuori della legislazione finanziaria europea già vigente. Emerge quindi un quadro regolamentare per cui i *security token* risultano soggetti ad un regime articolato e complesso, rappresentato dalla normativa esistente per il settore finanziario (MIFID, MIFIR, Prospetto, MAR, CSDR), oltre che dal DLT Pilot regime, mentre gli *utility token* rimangono sottoposti ad una disciplina essenzialmente improntata alla trasparenza informativa, senza la previsione di un regime autorizzativo e di vigilanza, contenuta nella MiCAR. Tuttavia, non può non osservarsi come nella prassi recente gli *utility token* emessi nell'ambito delle *Initial Coin Offerings* sembrano atteggiarsi non soltanto a semplici schemi negoziali di compravendita di beni e servizi futuri; difatti, è sempre più diffuso il ricorso a *ICOs* che abbiano come oggetto di emissione *utility token* quale “terza via” (a fianco del tradizionale ricorso a strumenti finanziari) per il finanziamento di progetti imprenditoriali, spesso proprio con l'obiettivo di sottrarsi all'assai più articolata e impattante disciplina che sarebbe applicabile qualora i *crypto-assets* fossero invece qualificabili come *security tokens*²⁹⁶. In sostanza, per modalità ed entità di utilizzo, sembrano sfumare impercettibilmente le differenze tra i due fenomeni, ossia *security* e *utility token*, con conseguente inquinamento delle diverse istanze regolatorie a cui essi dovrebbero rispettivamente dar adito. Emblematico in tal senso è il caso statunitense “*Munchee*”, già oggetto di analisi nel precedente capitolo, in relazione al quale la SEC, pur avendo la società qualificato le cripto-attività oggetto di emissione come *utility token*, ha ritenuto la sussistenza delle caratteristiche proprie dei contratti di investimento, in particolare in ragione delle modalità adottate nell'offerta, tali da generare la legittima aspettativa di un profitto futuro. Alla luce di quanto osservato, è allora auspicabile un rafforzamento degli attuali presidi di tutela stabiliti dalla MiCAR anche per ciò che concerne l'emissione di *utility token*.

In conclusione, anche in ragione dell'obiettivo della Commissione europea di creare “*an european framework that both enables markets in crypto-assets as well as the tokenisation of traditional financial assets and wider use of DLT in*

²⁹⁶ Carriere P., *Crypto-assets: le proposte di regolamentazione della Commissione UE. Opportunità e sfide per il mercato italiano*, in *Diritto bancario*, 2020, pg. 8

financial services”²⁹⁷, è di primaria importanza l’adozione di un approccio che, ferme tutte le garanzie e i presidi del caso, non risulti eccessivamente restrittivo ma includa nel perimetro regolamentare le diverse sfumature del fenomeno, ivi inclusi i *newcomer* e la possibilità di testare le dinamiche offerte dalla tecnologia *permissionless* e dalla *decentralised finance*, tenendo in debita considerazione le peculiarità proprie delle crypto-attività. Se ciò non avvenisse, lo sforzo del regolatore europeo rischierebbe di risultare vano, traducendosi nella pratica in una perenne rincorsa del mercato. Ancora una volta, quindi, emerge il difficile compito richiesto ai regolatori di effettuare un bilanciamento, da un punto di vista normativo, tra supporto dell’innovazione e della competitività e istanze di tutela degli investitori.

²⁹⁷ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52020PC0593>

CONCLUSIONI

Il presente elaborato ha inteso analizzare il complessivo percorso regolamentare che ha interessato il fenomeno dei *crypto-assets*. In particolare, prendendo le mosse dalle manifestazioni iniziali di tale fenomeno, in un contesto privo di una specifica disciplina, sono stati illustrati gli approcci, diversificati per intensità e contenuti, via via adottati dalle singole giurisdizioni, fino alla ricomposizione di tali interventi, per lo più parziali e frammentari, in una complessiva strategia regolamentare europea, finalizzata ad assicurare una disciplina completa, organica ed armonizzata del fenomeno dei *crypto-assets*, tutt'ora oggetto di negoziato tra i diversi Stati membri.

Il tema di fondo attiene alle modalità con cui disciplinare le nuove attività derivanti dall'innovazione tecnologica, con l'obiettivo di supportarne lo sviluppo assicurando nel contempo un'adeguata prevenzione o mitigazione dei rischi da esse potenzialmente generati. L'innovazione digitale, come ogni altro fenomeno innovativo, mette infatti in discussione le regole tradizionali, pensate in epoca predigitale e non più adeguate a gestire i rischi e le opportunità che simili attività possono presentare; di conseguenza, regolatori e autorità di vigilanza si sono cimentati nell'individuazione di nuove regole in grado di rispondere alle peculiarità proprie del fenomeno, nonché nell'adeguamento di quelle esistenti qualora queste risultassero applicabili. Ciò nondimeno, nel disciplinare tali nuove attività è stato altresì necessario garantire un livello di tutele tale da non contrastare con elementi quali la competitività e l'innovazione. La gestione del *trade-off* tra tutela degli investitori e sostegno all'innovazione ha rappresentato quindi la principale sfida per i *regulators* nell'adozione delle soluzioni regolamentari oggetto di trattazione.

L'analisi in questione si è focalizzata innanzitutto sulla tecnologia sottostante il funzionamento dei *crypto-assets*, nota come *Distributed Ledger Technology*. In particolare, dopo averne delineato le caratteristiche e gli aspetti di funzionamento, sono stati oggetto di attenzione i principali profili giuridici e regolamentari. Al riguardo, si è proceduto *in primis* all'esposizione degli orientamenti espressi in ambito europeo, relativamente alla potenziale applicabilità della disciplina esistente alle tecnologie emergenti, dai quali è emersa la sostanziale

compatibilità con queste ultime della legislazione finanziaria attualmente in vigore, pur permanendo taluni limiti di carattere generale, attinenti in particolar modo alla logica distribuita e decentralizzata di tali tecnologie. Successivamente, l'analisi si è concentrata sull'esperienza dell'ordinamento italiano, che è risultato essere la prima giurisdizione nel panorama europeo ad aver attribuito espresso riconoscimento normativo alla *DLT* e *Blockchain*, attraverso il Decreto Semplificazioni; al riguardo, se da un lato viene riconosciuto l'atteggiamento pionieristico del legislatore italiano, dall'altro sono state messe in evidenza le imprecisioni e contraddizioni che tale normativa sembra presentare, e che potrebbero comportare notevoli difficoltà applicative nella pratica.

Il presente lavoro si è poi focalizzato sull'analisi dell'oggetto principale della ricerca, concernente gli approcci regolamentari con riguardo al fenomeno delle crypto-attività, sottolineandone i principali risvolti sul piano giuridico. In particolare, dopo aver individuato le principali tipologie di approcci riscontrabili nella prassi (*"wait and see"*, *"same business, same risks, same rules"*, *"new functionality, new rules"*), è stata messa in evidenza l'impostazione generalmente condivisa dalle varie giurisdizioni con riguardo al fenomeno dei *crypto-assets*, concernente da un lato l'introduzione di un regime *ad hoc* per le crypto-attività non rientranti nelle categorie giuridiche esistenti, vale a dire gli *utility token*, e dall'altro l'applicazione della legislazione finanziaria esistente, seppur adeguandola alle peculiarità delle nuove attività, alle crypto-attività qualificabili alla stregua di strumenti finanziari, e quindi ai *security token*.

Più in particolare, si è proceduto innanzitutto ad un preventivo esercizio definitorio, concernente la correlazione tra strumenti finanziari, prodotti finanziari e *crypto-assets*, al fine di chiarire il perimetro applicativo della proposta della Consob, corrispondente alla fattispecie degli *utility token* (seppur in forma ibrida). Nel merito, dopo aver sottolineato l'assenza, nella definizione europea di strumento finanziario, di elementi tali da poter facilitare l'esercizio definitorio in questione, sono state richiamate le principali posizioni espresse da dottrina e giurisprudenza, nonché dalla stessa Consob, così da poter rintracciare i tratti salienti per operare una distinzione fra gli *utility token* e le due categorie di strumento e prodotto finanziario. Successivamente, l'attenzione si è incentrata sui contenuti dell'intervento

disciplinatorio della Consob, che introduce un regime improntato alla trasparenza informativa, sottolineandone il carattere di particolare flessibilità, in ragione del meccanismo di *opt-in* e dell'assenza di eccessivi aggravii per gli operatori, nonché la rilevanza attribuita a possibili presidi volti a tutelare gli investitori dai rischi di tipo tecnologico. Dall'analisi in questione sono emerse anche talune criticità dell'approccio della Commissione, in particolare per ciò che concerne la necessità per gli emittenti, al fine di beneficiare del regime *ad hoc*, di fare ricorso a determinate categorie di operatori, scelta questa non pienamente rispondente alla natura decentralizzata e disintermediata propria dei *crypto-assets* e delle *ICOs*.

Per ciò che attiene invece alle considerazioni dell'ESMA, è stato possibile focalizzarsi sulla potenziale applicazione della disciplina europea in materia di mercati finanziari alla fattispecie dei *security token*. Al riguardo, l'analisi condotta ha fatto emergere molteplici perplessità relativamente alla disciplina attualmente in vigore, non in grado di cogliere talune peculiarità proprie della fattispecie dei *crypto-assets*; in particolare, le principali criticità attengono alla difficile applicabilità a questi ultimi di taluni obblighi concernenti le fasi di negoziazione e di *post-trading*, soprattutto per ciò che concerne l'accesso disintermediato alle piattaforme e la gestione decentralizzata e distribuita di tali strumenti. Un ulteriore elemento di attenzione ha riguardato il possibile rischio di un'applicazione disomogenea, in ragione delle diverse modalità con cui la MIFID è stata recepita negli ordinamenti nazionali. Sono state poi illustrate le considerazioni finali dell'ESMA, la quale ha sottolineato, da un lato, la necessità di un adeguamento della normativa esistente al fine di garantirne l'applicabilità ai *security token* e, dall'altro, il rischio per gli investitori di rimanere privi di efficaci tutele nel caso di cripto-attività non includibili nella disciplina vigente. In relazione a tale ultimo aspetto è stata tuttavia richiamata l'esistenza, allo stato attuale, della legislazione europea di stampo consumeristico, di cui il principale esempio risulta essere la Direttiva 2011/83/UE, in grado di assicurare un livello minimo di tutele agli investitori.

L'analisi in questione è stata poi completata attraverso una disamina delle principali iniziative regolamentari a livello internazionale, in particolare per ciò che concerne Stati Uniti, Francia e Repubblica di Malta. In particolar modo, attraverso

le esperienze delle due giurisdizioni europee è stato possibile effettuare, in chiave comparatistica, un raffronto rispetto alle soluzioni regolamentari adottate nell'ordinamento italiano. Tale analisi ha evidenziato una certa similarità di impostazione per ciò che attiene l'ordinamento italiano e francese, dove i regolatori hanno optato per un approccio flessibile volto ad evitare un quadro normativo eccessivamente rigido, *in primis* attraverso l'adozione di un meccanismo di *opt-in* e la centralità del ruolo del *white paper*. Diversamente, l'impostazione maltese, seppur motivata dal tentativo di disciplinare in maniera compiuta il fenomeno in questione, è risultata essere eccessivamente rigida, con l'introduzione di requisiti e oneri gravosi per gli operatori di mercato, in particolare per ciò che concerne la figura del *VFA Agent*, con il conseguente rischio di disincentivare lo sviluppo di fenomeni innovativi. L'esperienza statunitense, da ultimo, ha permesso di evidenziare taluni elementi rilevanti nella qualificazione dei *crypto-assets* alla stregua di strumenti finanziari, anche nel caso in cui il carattere di finanziarietà non sia di immediata percezione.

Infine, a conclusione dell'analisi degli approcci adottati nelle diverse giurisdizioni, è stato sottolineato come il diffondersi di regimi regolamentari diversi, per quanto rispondenti alle medesime finalità di tutela degli investitori e supporto all'innovazione tecnologica, porta con sé il rischio di frammentare il mercato e favorire fenomeni di arbitraggio regolamentare, venendo quindi in rilievo l'esigenza di un'azione uniforme a livello comunitario.

L'ultimo passaggio del presente lavoro ha avuto ad oggetto l'analisi della strategia regolamentare europea, finalizzata a disciplinare il fenomeno delle cripto-attività nella sua interezza. Al riguardo, è stato osservato innanzitutto come la Commissione europea, nel delineare il suo intervento, abbia sostanzialmente ripreso l'impostazione già condivisa dall'ESMA a livello europeo, nonché dalla Consob per ciò che concerne l'ordinamento italiano; difatti, da un lato è stato proposto un regime armonizzato (MiCAR) per quelle cripto-attività non includibili nella legislazione finanziaria esistente, tra cui gli *utility token*; dall'altro, è stato previsto un regime pilota (Pilot regime) per la negoziazione ed il regolamento connessi ai *security token*, al fine di derogare a talune disposizioni del vigente diritto dei mercati finanziari.

Prendendo le mosse dalla MiCAR, è stato osservato come, in relazione all'emissione di *utility token*, questa preveda essenzialmente una disciplina improntata alla trasparenza informativa, similmente all'impostazione adottata dalla Consob e da altre giurisdizioni, senza quindi la previsione di un regime autorizzativo e di vigilanza. In relazione a tale aspetto, pur condividendo le finalità di base, volte ad evitare eccessivi aggravii per i nuovi operatori, sono state messe in evidenza alcune potenziali debolezze dell'approccio europeo, in particolare per ciò che concerne l'opportunità di rafforzare gli attuali presidi di tutela, *in primis* attraverso meccanismi di valutazione *ex ante*; tali osservazioni assumono particolare rilevanza alla luce del crescente ricorso alla fattispecie degli *utility token* quale nuovo strumento di finanziamento per le imprese, accanto all'impiego dei tradizionali strumenti. L'analisi si è poi concentrata sulle disposizioni in materia di *crypto-assets services providers*, per i quali è stato invece proposto un articolato regime autorizzativo e regolamentare; anche in tale ipotesi, sono stati auspicati taluni rafforzamenti dell'assetto proposto, in particolare per ciò che concerne le valutazioni sulla comprensione, da parte degli investitori, di tali nuovi strumenti, richiamando in particolar modo i *test* di conoscenza introdotti dalla recente normativa sul *crowdfunding*. Da ultimo, è stato condotto un raffronto con l'approccio adottato dalla Consob nel nostro ordinamento, al fine di mettere in luce similarità e differenze di impostazione.

Per ciò che concerne il Pilot regime, se da un lato è stata condivisa l'impostazione di base e il tipo di strumento regolatorio adottato dalla Commissione, dall'altro sono state sottolineate talune perplessità con riguardo al rischio di un approccio troppo restrittivo, sia da un punto di vista oggettivo, relativamente al tipo di strumenti ammissibili alla sperimentazione e al valore delle soglie stabilite, che da un punto di vista soggettivo, in particolare per ciò che attiene alla necessità di garantire un *level playing field* tra operatori tradizionali e *newcomers*. Inoltre, è stato richiamato il rischio, insito in tale tipo di strumento regolatorio, di possibili arbitraggi regolamentari, derivante dalla disapplicazione di talune disposizioni comunitarie da parte delle singole autorità nazionali; si è auspicato pertanto un elevato grado di cooperazione e collaborazione internazionale nell'applicazione del regime pilota, con un forte ruolo chiave che dovrà essere

svolto dall'ESMA. Infine, in stretto collegamento con l'applicabilità del regime pilota in questione, è stata messa in evidenza l'assenza, nel nostro ordinamento, di una *lex cryptographia* in grado di attribuire espresso riconoscimento giuridico all'emissione di valori mobiliari tramite *DLT*, in alternativa quindi all'attuale sistema basato sulla dematerializzazione e gestione accentrata. Un simile intervento risulta infatti necessario al fine di permettere l'emissione digitale di *security token*, anche in ragione delle prime iniziative che stanno interessando in tal senso l'ordinamento italiano.

A conclusione dell'analisi dell'approccio del regolatore europeo, è stato possibile svolgere talune riflessioni sulle scelte adottate, in particolar modo alla luce del principio centrale di neutralità tecnologica, concentrando l'attenzione su alcuni elementi di particolare rilevanza. *In primis*, in ragione dell'approccio *case-by-case* che tale principio impone nella qualificazione di un singolo *token*, e data l'assenza di precise definizioni che possano agevolare l'esercizio definitorio, è stata sottolineata l'importanza di meccanismi di convergenza e cooperazione, oltre che di interpello europeo, al fine di evitare dannosi arbitraggi regolamentari. Inoltre, è stato evidenziato come il regolatore europeo, nell'ambito della MiCAR e del regime pilota, sembra esprimere un atteggiamento di favore soltanto verso talune tecnologie, di tipo *permissioned*, impostazione questa che tuttavia non risulta essere pienamente rispondente ad un approccio neutrale, che dovrebbe essere inclusivo delle diverse tecnologie, compresa la *decentralized finance*. Infine, nell'analisi in questione è stata richiamata l'esigenza di una maggior attenzione verso la realtà pratica della fattispecie delle cripto-attività, garantendo adeguati presidi di tutela sia nel caso di *security token* che di *utility token*, anche in ragione del crescente utilizzo di tale ultima tipologia di strumenti con finalità di finanziamento, di cui risulta essere emblematico il caso statunitense "*Munchee*", sfumando quindi le differenze di funzione tra le due diverse categorie.

Come sempre le "grandi rivoluzioni", i cambiamenti di paradigma impongono interventi il più possibile veloci ed efficaci ma al tempo stesso meditati. È necessario tutelare i più "deboli" evitando tuttavia di imbrigliare il "nuovo" con oneri e costi eccessivi. In tal senso, la strategia regolamentare della Commissione europea, che rappresenta il risultato di un articolato percorso regolamentare, appare

sicuramente un eccellente punto di partenza, per ampiezza e organicità; si potrà continuare a lavorare, come del resto sta accadendo nell'ambito del negoziato in corso, per affinare e migliorare gli interventi proposti al fine di renderli pienamente rispondenti alle molteplici e complesse declinazioni e implicazioni del fenomeno dei *crypto-assets*.

BIBLIOGRAFIA

- **AMF**, Discussion paper on “*initial coin offerings (ICOs)*”, 2019

- **AMSTAD M.**, *Regulating FinTech: Objectives, Principles, and Practises*, ADBI Working Paper Series, No. 1016, 2019

- **ANNUNZIATA F.**, *La disciplina delle trading venues nell’era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, Orizzonti del diritto commerciale, 3/2018

- **ANNUNZIATA F.**, “*Speak, If You Can: What Are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings*”, 2020

- **ANNUNZIATA F.**, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, 2020

- **ARANGUENA G.**, *“Bitcoin: una sfida per policy makers e regolatori”*, Quaderni di Diritto Mercato Tecnologia, n. 1., 2014

- **ATHANASSIOU P. L.**, *Digital Innovation in Financial Services: Legal Challenges and Regulatory Policy Issues*, Wolters Kluwer, 2018

- **BANCA D’ITALIA**, *FINTECH IN ITALIA, Indagine conoscitiva sull’adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*, 2017

- **BANCA D’ITALIA**, *FINTECH IN ITALIA, Indagine conoscitiva sull’adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*, 2019

- **BANCA D’ITALIA**, *Avvertenza per i consumatori sui rischi delle valute virtuali da parte delle Autorità europee*, 2018

- **BANCA D'ITALIA**, Quaderno di ricerca giuridica, *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD 2, criptovalute e rivoluzione digitale*, 2019

- **BARBAGALLO C.**, *Ruolo dell'Autorità di Vigilanza in un mercato che cambia*, Associazione dei docenti di economia degli intermediari e dei mercati finanziari e finanza d'impresa, Convegno invernale, 2019

- **BIS**, Committee on Payments and Market Infrastructures, *Distributed ledger technology in payment, clearing and settlement*, 2017

- **BERRUTO A.**, *La nuova disciplina francese dei crypto-asset: un imperfetto tentativo regolatorio*, in *Diritto bancario*, 2020

- **CALLEGARO F.**, *Virtual Financial Assets: un primo complesso approccio legislativo. Analisi della regolamentazione maltese*, in *Diritto Bancario*, 2019

- **CARRIERE P.**, *Le “criptovalute” sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di “strumenti finanziari”, “valori mobiliari” e “prodotti finanziari”*; tra tradizione e innovazione, in *Rivista di Diritto Bancario*, n. 2/2019

- **CARRIERE P.**, *Possibili approcci regolatori al fenomeno dei crypto-asset*; note a margine del documento di consultazione della Consob, in *Diritto Bancario online*, 2019

- **CARRIERE P.**, *Le offerte iniziali (ICOs) di crypto-attività (tokens): Italia-Francia, due approcci regolatori a confronto*, in *Diritto bancario*, 2020

- **CARRIERE P.**, *Il fenomeno delle crypto-attività (crypto-asset) in una prospettiva societaria*, in *Banca Impresa Società*, 2020

- **CARRIERE P.**, *Crypto-assets: le proposte di regolamentazione della Commissione UE. Opportunità e sfide per il mercato italiano*, *Diritto bancario, Approfondimenti*, 2020

- **CASCINELLI F. e BERNASCONI C. e MONACO M.**, *Distributed Ledger Technology e Smart Contract: finalmente è Legge. Prime riflessioni su una rivoluzione tecnologico-giuridica*, 2019

- **CASSANO G. e DI CIOMMO F. e RUBINO DE RITIS M.**, *Banche, Intermediari e Fintech: i nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*. Giuffrè editore, 2021

- **CIAN M. e SANDEI C.**, *Diritto del Fintech*. Assago: Wolters Kluwer, 2020

- **CIOCCA P.**, “*Le iniziative regolamentari per il fintech: a che punto siamo?*”, Intervento al Laboratorio di Finanza Digitale, Università degli studi dell’Insubria, 2021

- **COMELLINI S. e VASAPOLLO M.**, *Blockchain, Criptovalute, I.C.O. e Smart Contract*, 2019

- **COMMISSIONE EUROPEA**, *FinTech Action Plan: For a more competitive and innovative European financial sector*, 2018

- **COMMISSIONE EUROPEA e CONSIGLIO**, *Joint statement on “stablecoins”*, 2019

- **COMMISSIONE EUROPEA**, *Consultation on a new digital finance strategy for Europe/ Fintech action plan*, 2020

- **COMMISSIONE EUROPEA**, *Communication on a Digital Finance Strategy for the European Union*, 2020

- **COMMISSIONE EUROPEA**, *Proposal for a regulation on markets in crypto-assets*, 2020

- **COMMISSIONE EUROPEA**, *Proposal for a Regulation on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology*, 2020

- **COMMISSIONE EUROPEA**, *Proposal for a Regulation on digital operational resilience for the financial sector*, 2020

- **COMMISSIONE EUROPEA**, *Proposal for a Directive amending Directives 2006/43/EC, 2009/65/EC, 2009/138/EU, 2011/61/EU, EU/2013/36, 2014/65/EU, (EU) 2015/2366 and EU/2016/2341*, 2020,

- **CONSOB**, Quaderno Fintech, *“Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l’industria finanziaria nell’era digitale”*, 2018

- **CONSOB**, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività. Documento per la discussione*, 2019

- **CONSOB**, *Rapporto finale sulle offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, 2020

- **CONSOB**, *La portabilità dei dati in ambito finanziario*, Quaderno FinTech, 2021

- **CONSOB**, *Audizione del Commissario Paolo Ciocca, VI Commissione permanente (Finanze), Pacchetto Finanza Digitale, Scheda tecnica*, 2021

- **CONSOB**, *Fintech: Profili di attenzione e opportunità per gli emittenti e il risparmio nazionale, Audizione del Segretario generale Maria Antonietta Scopelliti, Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario*, 2021

- **CONSOB E BANCA D'ITALIA**, *Comunicato Stampa. Consob e Banca D'Italia mettono in guardia sui rischi insiti nelle cripto-attività*, Roma, 2021

- **CUCCURU P.**, *Blockchain ed automazione contrattuale. Riflessioni sugli smart contracts*, Nuova giurisprudenza civile commentata, parte seconda n. 1/2017

- **DE MARI M.**, *Prime ipotesi per una disciplina delle Initial Token Offerings (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di asset*, Orizzonti del Diritto Commerciale, n. 2/019

- **EBA**, *FinTech Report on Prudential Risks and Opportunities Arising for Institutions from FinTech*, 2018

- **EBA**, Report with advice for the European Commission on crypto-assets, 2019

- **EBA, ESMA, EIOPA**, *Crypto-assets: ESAs remind consumer about risks*, 2021

- **ESMA**, *The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets. Final Report*, ESMA, 2017

- **ESMA**, *Statement. Esma alerts investors to the high risks of Initial Coin Offerings*, 2017

- **ESMA**, *Statement. ESMA alerts investors to the high risks of Initial Coin Offerings*, 2017

- **ESMA**, *Statement. ESMA alerts firms involved in Initial Coin Offerings to the need to meet relevant regulatory requirements*, 2017

- **SMSG** “*Advice to ESMA – Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*”, 2018

- **ESMA**, *Advice to ESMA. Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 2019

- **ESMA**, *Risposta alla consultazione della Commissione Europea sulla “New Digital Strategy” per l’Europa*, 2020

- **FCA**, *Guidance on Cryptoassets*, Consultation paper CP/19/3, gennaio 2019

- **FINANCIAL STABILITY BOARD**, *Financial Stability Implications from Fintech. Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities’ Attention*, 2017,

- **FINANCIAL STABILITY BOARD**, *“Crypto-assets: work underway, regulatory approaches and potential gaps”*, 2019

- **FINANCIAL STABILITY BOARD**, *Regulatory issues on stablecoins RIS*, 2019

- **FINANCIAL STABILITY BOARD**, *Regulation, Supervision and Oversight of “Global Stablecoins” arrangements*, 2020

- **FINMA**, *Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all’assoggettamento in riferimento alle initial coin offering (ICO)*, 2018

- **FISCH C.**, *Initial Coin Offering (ICOs) to finance new ventures*, Journal of Business Venturing, 2019

- **FURNARI S.L.**, *Cosa sono le Initial Exchange Offering. Vantaggi e rischi di un nuovo strumento di cripto-finanziamento*, FC Hub [Online], 2019

- **FURNARI S.L.**, *Initial Coin Offering: come regolare l'emissione di utility token*, FC Hub [Online], 2019

- **GALLI M. E GAROTTI L.**, *Blockchain e smart contract: le novità previste dal Decreto semplificazioni*, Quotidiano Giuridico, 2019

- **GIRINO E.**, *Criptovalute: un problema di legalità funzionale*, www.dirittobancario.it, 4/2018

- **GITTI**, *Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in Banca Borsa Titoli di Credito, 1, 2020

- **GIUDICI P.**, *ICO e diritto dei mercati finanziari: la prima sentenza americana*, in Le Società, n. 1/2019

- **HACKER P. e THOMALE C.**, *Crypto-securities regulation: ICOs, token sales and cryptocurrencies under EU financial law*, European Company and Financial Law Review, 2018

- **IMPALA' C. e LICINI M.**, *“Normativa Fintech, in Europa rischio frammentazione: come evitarlo.”* Pubblicazioni. 3 agosto 2018

- **LA SALA**, *L'applicazione della Distributed Ledger Technology all'emissione di strumenti finanziari di debito*, in *Le Società*, 6/2019,

- **LENER R. e FURNARI S.L.**, *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari “crittografati”?*, *Diritto bancario. Approfondimenti*, 2020

- **MATTASSOGLIO F.**, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato secondario (ignorando bitcoin)?*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2021

- **MAUME P. E FROMBERGER M.**, *Regulation of Initial Coin Offering: Reconciling U.S. e E.U. Securities Laws*, *European Business Law Review*, 2019

- **MISE**, Consultazione pubblica, *Proposte per la Strategia italiana in materia di tecnologie basate su registri condivisi e Blockchain*, 2020

- **MOMTAZ P.**, *Initial Coin Offering*, Renuka Sane, National Institute of Public Finance and Policy, INDIA, 2020

- **NICOTRA M.**, *ICO Initial Coin Offering: una ricostruzione giuridica del fenomeno*, in *Diritto Bancario*, 2019

- **NICOTRA M.**, *Il regime giuridico delle ICOs. Analisi comparata e prospettive regolatorie italiane*, in *Diritto Bancario*, 2019

- **NUZZO A.**, “*Sfida su blockchain e rischi di sistema*”, in *Disciplina delle società e legislazione bancaria*, Luiss University Press, 2020

- **ORLANDO S. E CAPALDO G.** (a cura di), *Osservatorio Giuridico sull’Innovazione Digitale*, Sapienza Università Editrice, Annuario 2021

- **PARACAMPO M.T.,** *FINTECH. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari.* Torino: G. Giappichelli Editore, Primo volume 2021

- **PARACAMPO M.T.,** *FINTECH. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari.* Torino: G. Giappichelli Editore, Secondo volume 2021

- **PARLAMENTO EUROPEO,** “*Risoluzione del Parlamento europeo sulle valute virtuali.*” Risoluzione definitiva, Bruxelles, (2016/2007(INI)), 2016

- **PARLAMENTO EUROPEO,** “*Resolution on FinTech: the influence of technology on the future of the financial sector*”, 2017

- **PARLAMENTO EUROPEO,** *Resolution on distributed ledger technologies and blockchains: building trust with disintermediation*, 2018

- **PERRAZZELLI A.**, *Le iniziative regolamentari per il FinTech: a che punto siamo?* Intervento al laboratorio di finanza digitale, Università degli studi della Calabria, 2021

- **PIRANI P.P.**, *gli strumenti della finanza disintermediata: Initial Coin Offering e Blockchain*, Analisi giuridica dell'economia, 1, Il Mulino, 2019

- **ROHR J. e WRIGHT A.**, *Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets*, in Hastings Law Journal, 2019

- **ROSSI S.**, *Fintech e regole*, Inaugurazione del Corso di Alta formazione per gli Amministratori e gli Organi di controllo delle imprese bancarie, Roma, 2018

- **RULLI E.**, *Incorporazione senza res e dematerializzazione senza accentratore: appunti sui token*, in Orizzonti del Diritto Commerciale, 1, 2019

- **SANDRELLI G.**, *Raccolta di fondi con moneta virtuale (“initial coin offerings”): la posizione della Securities and Exchange Commission*, in *Rivista delle Società*, 2017

- **SARZANA DI S. IPPOLITO F. E NICOTRA M.**, *Diritto della Blockchain, Intelligenza artificiale e IoT*, Wolters Kluwer Italia, 2018

- **SCIARRONE ALIBRANDI A.**, *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività: il nuovo approccio regolatorio della Consob*, *Rivista di diritto bancario*, 2019

- **SECURITIES EXCHANGE COMMISSION**, *Report of Investigation Pursuant to Section 21 (a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO*, 2017

- **SCOTTI G.**, *Blockchain, criptovalute e ICO: analisi tecnica e giuridica della più recente innovazione fintech*, *Cammino Diritto*, 2020

- **ZETZSCHE D.A., BUCKLEY R.P., ARNER D.W., FÖHR L.,** *The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators*, (2019) 60 Harvard International Law Journal, 2019

- **ZETZSCHE D.A. E ANNUNZIATA F. E ARNER D.W. E BUCKLEY R.P.,** *The Markets In Crypto-Assets Regulation (Mica)*, EBI Working Paper Series, 2020

- **ZETZSCHE D.A E WOXHOLTH J.,** “*The DLT Sandbox under the Pilot Regulation*”, EBI Working Paper Series, 2021