

OFFERTE INIZIALI E SCAMBI DI CRIPTO-ATTIVITÀ

G. Gitti, M.R. Maugeri, C. Ferrari

Lo scritto ha una finalità duplice: in primo luogo, di informativa e di segnalazione, riguardo ad una iniziativa istituzionale *in itinere*; in seconda battuta, ambisce a proporre alcune soluzioni di tecnica normativa, *rectius*, regolatoria, applicata ad un fenomeno che, come sempre più spesso accade, si è manifestato e consolidato in un arco di tempo relativamente breve, anche nel nostro Paese ⁽¹⁾.

L’“evento” da comunicare riguarda la pubblicazione, da parte di Consob, del documento per la consultazione del 19 marzo 2019, dedicato a “le offerte iniziali e gli scambi di cripto attività” ⁽²⁾: nel seguito, per comodità, ci si riferirà a questo testo, denominandolo il “Documento”.

Durante la fase di consultazione – che, alla data del nostro “si stampi”, risultava ancora aperta ⁽³⁾ –, Consob, oltre a rivolgere alle categorie di soggetti potenzialmente interessati (tra i quali, in ultimo, compaiono pure gli “esponenti del mondo accademico”) un invito a presentare “commenti e proposte”, ha voluto organizzare un incontro aperto al pubblico, e quindi anche ai “*non-stakeholders*”, ove dialogare in diretta proprio con studiosi nelle materie giuridiche ed economiche ⁽⁴⁾.

Classificazione delle cripto-attività (token)

L’impresa regolatoria di Consob – si comprende già dall’esordio del Documento – non pare facile, *in primis* perché non esiste una definizione normativa, né domestica né europea né internazionale, di cripto-attività. Infatti, Consob è costretta a dedicare buona parte del Documento a “un primo esercizio di definizione degli elementi costitutivi del fenomeno in

⁽¹⁾ Riporta M. NICOTRA, *Il regime giuridico delle ICOs. Analisi comparata e prospettive regolatorie italiane*, aprile 2019, in *dirittobancario.it*, che il fenomeno delle *Initial Coin Offering* ha determinato, dal 2016 sino al febbraio 2019, una raccolta complessiva globale pari a quasi 29 miliardi di dollari, di cui la gran parte (circa 21 miliardi) sono stati raccolti nel periodo compreso tra il gennaio 2018 e il febbraio 2019.

⁽²⁾ Ove non diversamente specificato, le citazioni contenute di seguito nel testo si riferiscono a passaggi del Documento.

⁽³⁾ Precisamente, la scadenza fissata da Consob per far pervenire osservazioni al Documento coincide con il 5 giugno 2019; alla data di “chiusura” del numero della Rivista da parte della Redazione non erano ancora note le osservazioni raccolte e i relativi estensori. In letteratura, il Documento ha ricevuto un primo commento da parte di A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Offerte iniziali e scambi di cripto attività: il nuovo approccio regolatorio della Consob*, aprile 2019, in *dirittobancario.it*, che evidenzia come l’iniziativa di Consob rappresenti “un’innovativa e apprezzabile formula di *better regulation*”, simile ai *paper* proposti dai *supervisor* europei “su temi particolarmente nuovi, sui quali si vogliono raccogliere, con maggiore ampiezza e libertà di espressione – anche attraverso un *Public Hearing* – i suggerimenti del mercato e degli esperti”.

⁽⁴⁾ Si tratta dell’incontro aperto al pubblico intitolato alle “*Initial Coin Offerings*” organizzato da Consob il 21 maggio 2019 a Milano presso l’Università Bocconi. Relatore, nell’ambito della sessione dedicata a “*aspetti giuridici – la definizione di cripto-attività*”, è stata Maria Rosaria Maugeri.

esame”, che poi assurge a perimetro stesso delle attività di emissione e di scambio toccate dalla futura regolazione.

L’assenza di una nozione positiva di *cripto-asset*, per la verità, è rimarcata anche dal *Securities and Markets Stakeholder Group* (MSG) dell’*European Securities and Markets Authority* (ESMA), che sottolinea l’uso ampio e generico della locuzione per designare “*coins, tokens, virtual and crypto currencies or other digital or virtual asset collectively*”⁽⁵⁾. E i *paper*, di varia natura e paternità, che hanno affrontato il tema propongono, più che una definizione, una classificazione orientativa dell’esistente. Anzi, in ragione della dinamicità e duttilità delle forme di cripto-attività, un “esercizio definitorio” – come lo chiama Consob – potrebbe rivelarsi ad alto rischio di obsolescenza.

In particolare, la tassonomia delle cripto-attività più accreditata e sistematica, proposta dall’Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA) della Svizzera⁽⁶⁾, è basata sulla funzione economica dei cosiddetti *token*. In una accezione ampia, il *token* – di per sé un gettone virtuale – svolge una funzione di “rappresentazione” di rapporti giuridici, grazie a una tecnologia che “presenta profili di analogia con il meccanismo di creazione di ‘*securities*’, ovvero l’incorporazione dei diritti del sottoscrittore in un certificato, che costituisce titolo di legittimazione per il loro esercizio ma anche uno strumento per la più agevole trasferibilità dei medesimi”. Altresì, il fenomeno dei *token* è intimamente connesso al concetto di tecnologie “DLT” (*distributed ledger technologies*), e cioè tecnologie basate su registri distribuiti, tra i quali riveste un ruolo preminente la *blockchain*.

Secondo la richiamata classificazione di FINMA, i *token* si suddividono in tre principali categorie: (i) i *token* di pagamento, ossia le criptovalute; (ii) i “*token* di utilizzo” (*utility token*), ossia “quei *token* che permettono di accedere a un’utilizzazione o a un servizio digitale forniti su, o dietro utilizzo, di un’infrastruttura *blockchain*; infine, i “*token* d’investimento” (*asset token*), che “possono rappresentare, in particolare, un credito ai sensi del diritto delle obbligazioni nei confronti dell’emittente oppure un diritto sociale ai sensi del diritto societario. Nel caso dei *token* d’investimento vengono promessi, per esempio, quote di ricavi futuri dell’azienda o flussi di capitale futuri. Secondo la funzione economica, il *token* rappresenta così, in particolare, un’azione, un’obbligazione o uno strumento finanziario derivato”.

⁽⁵⁾ Si veda il documento del MSG “*Advice to ESMA – Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*”, del 19 ottobre 2018, volto a “*give advice to ESMA on steps it can take to contain the risk of ICO’s and crypto assets, on top of existing regulation*”. Anche l’iniziativa assunta dall’Autorità di regolazione finanziaria del Regno Unito (*Financial Conduct Authority* - FCA), mediante la consultazione circa la proposta di “*Guidance on Cryptoassets*” pubblicata nel gennaio 2019, rileva come “*there is no single agreed definition of cryptoassets, but generally, cryptoassets are a cryptographically secured digital representation of value or contractual rights that is powered by forms of DLT and can be stored, transferred or traded electronically*”.

⁽⁶⁾ Il riferimento corre alla *Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all’assoggettamento in riferimento alle initial coin offering (ICO)*, edizione del 16 febbraio 2018, pubblicata dalla Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA). La tassonomia proposta da FINMA viene ricalcata anche da FCA, nell’ambito del *consultation paper* richiamato alla nota precedente; dalla *European Bank Authority* (EBA) nell’ambito del *Report with advice for the European Commission on crypto-assets* del 9 gennaio 2019; nonché da ESMA nell’*Advice* rivolto alla Commissione Europea su *Initial Coin Offerings and Crypto-Assets* anch’esso del 9 gennaio 2019, su cui più approfonditamente si dirà in seguito.

La triplice categoria non è né tassativa, né esaustiva, dal momento che, come è riconosciuto anche da Consob, vi sono *token* che presentano “un *mix* variabile di caratteristiche, tanto da venire definiti *hybrid-token*” ⁽⁷⁾.

Il Documento, che di certo non tratta le criptovalute ⁽⁸⁾, pare riferirsi principalmente alla tipologia di *token sub* (iii), intesa in senso puro o ibrido ⁽⁹⁾. La fattispecie tipica che è descritta in epigrafe contempla l’“esigenza di raccogliere fondi per il finanziamento di un’attività/un progetto”; anzi, “molto frequentemente l’attività di impresa è in fase di mera progettualità (*start-up* più o meno organizzate) e l’inizio della produzione di beni/prestazioni di servizi è programmata dopo la conclusione della raccolta di fondi” ⁽¹⁰⁾.

“IPO” ed “exchange” di token

Se tali sono le premesse, il *token* – d’ora innanzi inteso nell’accezione più ristretta di *asset token* – è a sua volta oggetto di una *initial coin offering* (ICO), termine all’evidenza mutuato da *initial public offering* (IPO), con cui gli emittenti, siano essi “società, persone fisiche o *network* di sviluppatori di prodotti”, si rivolgono “ad un pubblico di investitori dal numero potenzialmente indeterminato”, proponendo loro un progetto con la “creazione” di *token* da collocare, a fronte di un corrispettivo, presso i potenziali finanziatori ⁽¹¹⁾.

Le ICO, rispetto alle IPO, si caratterizzano per: “l’utilizzo della tecnologia *blockchain*, che permette di disintermediare le infrastrutture tipiche dei mercati dei capitali (es. banca depositaria, consorzio di collocamento, mercati secondari); lo strumento per il regolamento dei flussi finanziari, in quanto il pagamento dei *token* generalmente avviene con valute

⁽⁷⁾ La *Guida pratica* di FINMA avverte che “le singole classificazioni dei *token* non si escludono necessariamente a vicenda. I *token* d’investimento e di utilizzo possono anche rientrare nella categoria dei *token* di pagamento (cd. «*token ibridi*»). In questi casi, il *token* è classificabile cumulativamente come valore mobiliare e mezzo di pagamento”.

⁽⁸⁾ Nel caso di *token* di pagamento *sub* (i), il *token*, che è una vera e propria *coin*, non conferisce diritti nei confronti di una controparte, ma ha solamente la funzione di attestare un diritto di proprietà del *token* stesso o la presenza (su una *blockchain*) di un determinato soggetto. Rientrano in questa categoria i *token* di criptovalute, come il *bitcoin*. Ai *token* di pagamento (soltanto), nonostante il titolo più ampio, è dedicata la pubblicazione di A. CAPONERA e C. GOLLA, *Aspetti economici e regolamentari delle «cripto-attività»*, nell’ambito degli *Occasional Papers* editi dalla Banca d’Italia, n. 484, marzo 2019.

⁽⁹⁾ Il Documento dichiara che, “ferma restando la sussistenza dell’elemento dell’investimento (comune a prodotti e strumenti finanziari), i tratti distintivi della cripto-attività oggetto di esame consistono ne: l’impiego di tecnologie innovative, tipo *blockchain*, onde incorporare nei *token* i diritti dei soggetti che hanno investito con l’obiettivo del finanziamento del progetto imprenditoriale sottostante, e - la destinazione alla successiva negoziazione dei *token* (*crypto-asset*), la cui trasferibilità è peraltro strettamente connessa con la tecnologia impiegata, ovvero con la sua capacità di registrare e mantenere l’evidenza della titolarità dei diritti connessi con i *crypto-asset* in circolazione”.

⁽¹⁰⁾ Così, il Report di EBA in relazione alla categoria di *investment token*: “for example, in the context of capital raising, asset tokens may be issued in the context of an ICO which allows businesses to raise capital for their projects by issuing digital tokens in exchange for fiat money or other crypto-assets”.

⁽¹¹⁾ A seconda della strutturazione dell’ICO, i *token* possono essere messi in circolazione già al momento della raccolta dei mezzi finanziari. Ciò avviene su una *blockchain* preesistente. Per altre ICO, al momento della raccolta dei mezzi finanziari esiste solo la prospettiva di una ricezione dei *token* da parte degli investitori e i *token* o la *blockchain* soggiacente devono ancora essere sviluppati (prefinanziamento). Un’ulteriore configurazione è quella della “prevendita”: in questo caso, gli investitori ricevono i *token* con la possibilità di ottenerne degli altri e/o scambiarli con essi.

virtuali (...) in luogo di moneta avente corso legale; la pubblicità e promozione tramite *world wide web*, che consente l'utilizzo della rete per dare luogo sia a forme di promozione che di raccolta su base transfrontaliera, senza alcun vincolo territoriale né per quanto attiene alla figura dell'emittente né per quella del promotore; la pubblicazione di un c.d. *white-paper* in luogo di un prospetto, nel quale vengono riportate le principali caratteristiche dell'operazione e dell'oggetto dell'offerta”.

Le ICO – a livello di mercato primario – sono dunque modalità di “finanziamento di attività imprenditoriali mediante ricorso a forme di appello al pubblico risparmio” frequentemente rivolte ad investitori *retail*.

I *token* tuttavia, di norma, non esauriscono la loro funzione a livello di mercato primario, ma vengono “destinati alla successiva circolazione in *exchange* sia nel territorio italiano sia al di fuori”, attraverso appositi circuiti di scambio in grado di configurare un vero e proprio mercato secondario. Si tratta di “cripto-attività che, nella fase di collocamento iniziale, sono trasferite direttamente dai veicoli emittenti ai sottoscrittori attraverso l'uso di tecnologia *blockchain* e che possono essere successivamente smobilizzate attraverso sistemi di scambi dedicati” ⁽¹²⁾.

Le piattaforme che costituiscono il *trading venue* dei *token* vengono indicate in gergo come “*exchanges*”. Il Documento, come si vedrà, anticipa una iniziativa di regolazione, animata da esigenze di tutela di una clientela di fatto totalmente disintermediata, che coinvolge sia le IPO sia le *exchange* ⁽¹³⁾.

Qualificazione dei token

Se, sul piano didascalico e classificatorio, è forse intuitivo comprendere le funzioni per cui possono essere creati e a cui possono essere asserviti i *token*, sul piano della qualificazione (giuridica), e dunque del rapporto tra la fattispecie concreta e il quadro ordinamentale esistente, la questione non si pone in maniera altrettanto semplice.

Anzitutto, il *token*, e di conseguenza le dinamiche del mercato primario e secondario ad esso relative, non si collocano automaticamente in un'area priva di regolazione. Anzi, al contrario, talvolta possono integrare la definizione normativa di strumento finanziario. In questa prospettiva, allora, l'esigenza non è tanto confezionare una nuova proposta regolatoria a copertura di una lacuna, quanto quella di verificare, tramite un classico

⁽¹²⁾ Una prima definizione, per quanto insoddisfacente, di tecnologia *blockchain*, è stata fornita dal cosiddetto decreto “semplificazioni” (decreto legge 14 dicembre 2018, n. 135), in base a cui le “tecnologie basate su registri distribuiti” sono “le tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetture decentralizzate 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”.

⁽¹³⁾ Così infatti segnala il SMSG ad ESMA: “in view of the transferability and fungibility of those tokens, risks arise that are very similar to risks on capital markets (in terms of investor protection and market abuse)”.

procedimento di qualificazione, se la singola cripto-attività collocata e/o scambiata rientri per l'appunto nella nozione di strumento finanziario.

Quando ciò accade, all'evidenza, la fattispecie concreta attrae inesorabilmente la disciplina vincolistica della direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014 (cosiddetta MiFID II), e ovviamente della sua "resa" domestica prevista dal TUF e dai regolamenti attuativi, in termini sia di appello al pubblico risparmio, con particolare riferimento all'obbligo di redazione e comunicazione di un prospetto informativo, sia di riserva di attività per l'intermediazione e la gestione della piattaforma, sia di requisiti dell'emittente (¹⁴).

Peraltro, la MiFID II, come è noto (¹⁵), ha ampliato l'elenco degli strumenti finanziari, includendovi entità ulteriori, sui quali essa ha esercitato una vera e propria *vis attractiva* provocando la definitiva "finanziarizzazione" di interi ambiti prima, invece, estranei ai presidi dei mercati finanziari (¹⁶).

Piuttosto, in relazione ai *token* sussumibili entro il novero degli strumenti finanziari, si potrebbe affrontare il tema – per la verità estraneo ai propositi del Documento in commento – dell'adequatezza del corrente assetto di regole che, inderogabili, potrebbero rivelarsi inutili o di fatto inadatte, in ragione delle caratteristiche e peculiarità della tecnologia impiegata, sia per emettere sia per collocare sia per scambiare (¹⁷). Altresì, in seno al nuovo assetto di disciplina prefigurato da Consob per le cripto-attività, si potrebbe istituire un collegamento con le sopra richiamate regole imperative, ad esempio, in termini di applicabilità "dosata" agli *asset-token* emessi *sub* specie di strumenti finanziari, in quanto subordinata ad un giudizio di compatibilità (secondo la locuzione, non rara nel diritto comune dei contratti, "in quanto compatibile").

(¹⁴) Così il Documento: "in tale ipotesi, le violazioni della disciplina di riferimento da parte del gestore della piattaforma (regole *ad hoc* per l'attività di gestione di piattaforme per le offerte di cripto-attività e disposizioni concernenti la prestazione di servizi e attività di investimento in strumenti finanziari) sarebbero assistite dagli opportuni rimedi sanzionatori, non solo di tipo amministrativo ma anche di tipo penale (cfr. norma sull'abusivismo di cui all'art. 166 del TUF). Inoltre, anche l'emittente/offrente/proponente sarebbe esposto, direttamente, alla responsabilità derivante dalla mancata conformità alla disciplina in materia di offerta fuori sede e di prospetto (ricorrendone i presupposti per l'applicazione, ovvero in presenza di un'offerta di strumenti finanziari al di fuori delle ipotesi di esenzione previste dall'art. 100 del TUF)".

(¹⁵) Per una disamina più approfondita del nuovo elenco definitorio degli strumenti finanziari, si rinvia a L. PAROLA e M. MICCOLI, *Direttiva MIFID II: i nuovi confini tra prodotti energetici all'ingrosso, derivati su merci e strumenti finanziari e impatto sugli operatori*, in *Dir. comm. int.*, 2015, p. 565 ss.; nonché sia consentito di citare anche C. FERRARI, *Contratti finanziari e contratti energetici: nuove esigenze di qualificazione e di disciplina del contratto*, in *Riv. dir. priv.*, 2017, p. 135 ss.

(¹⁶) L'ipotesi più evidente si è realizzata "a danno" dei mercati energetici, come era stato previsto da M. FALCIONE, *I contratti finanziari del trading nei mercati energetici*, in E. GABRIELLI e R. LENER, *I contratti del mercato finanziario*, 2, in *Trattato dei contratti* diretto da P. RESCIGNO ed E. GABRIELLI, Torino, 2011, p. 1449.

(¹⁷) Anche ESMA, nel già citato *Advice* rivolto alla Commissione Europea su *Initial Coin Offerings and Crypto-Assets* del 9 gennaio 2019, segnala come, nell'ipotesi in cui trova applicazione la disciplina degli strumenti finanziari, "there may be areas where crypto-assets require potential interpretation or re-consideration of specific requirements to allow an effective application of regulations".

Ad ogni modo, il Documento – a differenza di *paper* omologhi emessi da Autorità europee⁽¹⁸⁾ – non offre una guida volta ad appurare se e quando il concreto *token* sia inquadrabile come strumento finanziario, ma si occupa, dichiaratamente, solo delle “cripto-attività diverse da strumenti finanziari, quale autonoma categoria”.

E questa categoria – che sarebbe ricavabile in maniera residuale – non segna tuttavia ancora uno spazio definito e privo di regolamentazione: occorre affrontare un secondo passaggio qualificatorio, per verificare se i *token*, che per l'appunto non siano strumenti finanziari, possano presentare “elementi eventualmente suscettibili di integrare la nozione domestica di prodotto finanziario, inteso quale investimento di natura finanziaria diverso dagli strumenti”.

Consob ricorda che la nozione di prodotto finanziario è “domestica”, in quanto, oltre ad essere dettata a livello di normativa primaria, è stata circostanziata, anzi forgiata, “attraverso la propria attività di vigilanza”, “con propri pronunciamenti, in forma di pubblicazione di risposte a quesiti e provvedimenti di sospensione, divieto, sanzionatori”.

Segnatamente, secondo la definizione fornita dall’art. 1, comma primo, lettera u), del Testo Unico della Finanza, per “*prodotti finanziari*” si intendono “*gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria; non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari*”⁽¹⁹⁾; secondo la definizione a scopo didattico di cui alla sezione di “educazione finanziaria” del sito istituzionale dell’Autorità, i prodotti finanziari comprendono “tutte le forme d’investimento di natura finanziaria (esclusi i depositi bancari a vista e a tempo e i depositi postali) ossia d’impiego di risparmio effettuate in vista di un ritorno economico”.

E per forme di “*investimento di natura finanziaria*” altre rispetto agli strumenti finanziari devono intendersi, secondo il consolidato orientamento della Consob⁽²⁰⁾, “le proposte di investimento che implicino la compresenza dei tre seguenti elementi: (i) impiego di capitale; (ii) aspettativa di rendimento di natura finanziaria e; (iii) assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all’impiego di capitale”.

L’eventuale sussunzione dei *token*, pur diversi dagli strumenti finanziari, entro la categoria dei prodotti finanziari comporta l’applicazione alle relative ICO della complessiva disciplina dettata in materia di offerta al pubblico, offerta che è tale in quanto, ai sensi e per

⁽¹⁸⁾ Oltre ad ESMA, come meglio si dirà in seguito, prende in carico l’esigenza di qualificazione la *Guida pratica* di FINMA, “esplicando i possibili punti di contatto tra le ICO e il diritto dei mercati finanziari in vigore”. Le soluzioni offerte sono concrete: FINMA, dinanzi all’alto numero di quesiti riguardanti “l’applicabilità del diritto dei mercati finanziari e l’esistenza di obblighi di autorizzazione” a singole emissioni di *token*, ha predisposto un vero e proprio questionario che gli emittenti/promotori delle iniziative dovrebbero compilare, volto a raccogliere le “informazioni minime” che consentano all’Autorità di esprimere una valutazione caso per caso.

⁽¹⁹⁾ Gli strumenti finanziari rappresentano per la verità un sotto-insieme della categoria dei prodotti finanziari.

⁽²⁰⁾ Si veda la Comunicazione Consob n. DTC/13038246 del 6 maggio 2013.

gli effetti dell'art. 1, comma primo, lettera t), del Testo Unico della Finanza, ha ad oggetto proprio “*prodotti finanziari*” ⁽²¹⁾.

A questo punto, dato conto della potenziale sussunzione dei *token* entro la nozione tipica di strumento finanziario o di prodotto finanziario, residuano soltanto le cripto-attività che non sono né strumenti né prodotti finanziari e che dunque, “in quanto non rientranti nel *framework* normativo esistente, risulterebbero prive di regolamentazione”.

In alcuni casi, infatti, “vengono spesso prospettati ‘rendimenti’ che non sono chiaramente ricollegabili ai ‘rendimenti di natura finanziaria’ (requisito quest’ultimo che costituisce uno degli elementi caratterizzanti il ‘prodotto finanziario’)”, da intendersi come accrescimenti della disponibilità investita senza l’apporto di prestazioni da parte dell’investitore diverse da quella di dare una somma di denaro ⁽²²⁾.

L’approccio regolatorio

Il perimetro dell’intervento regolatorio prospettato da Consob con il Documento in consultazione non coincide però con la zona “priv[a] di regolamentazione”, *rectius*, non interessata dalla regolazione in materia finanziaria, che ospita i *token* non riconducibili né alla nozione di strumento finanziario né a quella, più ampia, di prodotto finanziario.

Alla luce del riquadro classificatorio sopra tracciato e delle qualificazioni possibili rispetto alle categorie della disciplina esistente, l’Autorità dichiara di volersi occupare di *asset token*, che presentino “la sussistenza dell’elemento dell’investimento (comune a prodotti e strumenti finanziari)” e che incorporino “i diritti dei soggetti che hanno investito con l’obiettivo del finanziamento del progetto imprenditoriale sottostante”.

Si tratterebbe, a detta di Consob, di una “categoria *ad hoc* – distinta dai prodotti finanziari”, e pure formulata su un diverso livello definitorio, nel senso che in tale categoria di nuovo conio potrebbero rientrare sia *token* che non sono prodotti finanziari sia *asset token* invece

⁽²¹⁾ La Delibera Consob n. 20660 del 31 ottobre 2018 – dunque precedente al Documento e alla proposta regolatoria in commento – ha sospeso in via cautelare, ai sensi dell’art. 99, comma primo, lettera b), del TUF, l’offerta di “*token TGA*” effettuata da Togacoin LTD tramite internet, ritenendo integrata, nel caso in esame, la fattispecie di offerta al pubblico di prodotti finanziari. La motivazione, che verifica la sussistenza dei tre requisiti sopra richiamati, spiega “che l’elemento causale della proposta negoziale è riconducibile alla produzione di un rendimento finanziario quale corrispettivo dell’impegno di capitale conferito dal percettore del rendimento medesimo che, quindi, conferisce il proprio denaro con un’aspettativa di profitto”.

⁽²²⁾ Si veda la nozione, di matrice giurisprudenziale, di “causa negoziale (...) finanziaria”, ove “la ragione giustificativa del contratto, e non il suo semplice motivo interno privo di rilevanza qualificante, consiste proprio nell’investimento del capitale (il ‘blocco dei risparmi’) con la prospettiva dell’accrescimento delle disponibilità investite, senza l’apporto di prestazioni da parte dell’investitore diverse da quella di dare una somma di denaro” (così, Cass. civ., sez. II, 5 febbraio 2013, n. 2736, in *Giust. civ. Mass.*, 2013). Le ICO, in base alle caratteristiche dei *token* offerti, possono determinare negli acquirenti aspettative di ritorni economici non direttamente connessi ad una causa finanziaria, quindi, si potrebbe dire, di natura non prettamente speculativa, rappresentati da proventi “parametrati all’andamento dei ricavi, dei volumi di beni e servizi venduti o dei profitti dell’iniziativa imprenditoriale” e quindi non dipendenti esclusivamente “dalle sole dinamiche di mercato” secondario.

qualificabili in questi termini (mai, invece, *token* che coincidono con gli strumenti finanziari) ⁽²³⁾.

In parole semplici, l'introduzione della categoria di cripto-attività di fonte regolatoria, quale abbozzata dal Documento, implicherebbe una intersezione tra due insiemi.

Allora, per quanto concerne i *token* che stanno nell'insieme dei prodotti finanziari ma sono altresì comuni al nuovo insieme delle cripto-attività rilevanti di matrice autoritativa, “la previsione di una disciplina speciale delle cripto-attività consente di affrontare la materia tenendo conto delle sue peculiarità, evitando quindi ai promotori dell'iniziativa (emittente/offerdente/proponente) – a condizione che siano impiegate piattaforme dedicate e vigilate dalla Consob rispondenti ai requisiti di seguito tratteggiati – 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)”. Ancora, tale disciplina speciale 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”.

Di più, gli emittenti e i promotori di *token* in guisa di prodotti finanziari ricaverebbero dalla nuova regolazione un beneficio immediato, percepibile già a livello di mercato primario, in termini di vera e propria “esenzione da prospetto”.

Meno intuitive paiono le ricadute per i *token* che non intersecano l'insieme dei prodotti finanziari. A questo proposito, anticipiamo un profilo fondamentale che concerne il merito dell'intervento regolatorio, ossia la proposta, da parte di Consob, di “un meccanismo di *opt-in* [che] consenta al promotore dell'iniziativa (emittente/offerdente/proponente) di scegliere l'impiego di una piattaforma dedicata (rispondente ai requisiti sopra tratteggiati), al fine di rivolgersi alla platea degli investitori in un contesto regolamentato”. Di conseguenza, “le offerte promosse al di fuori delle piattaforme regolate resterebbero comunque legittime [...]. Tali offerte, tuttavia, sarebbero chiaramente riconoscibili dalla generalità del pubblico come non assistite dalle stesse tutele approntate dal regime applicabile a quelle che, per volontà dell'emittente/offerdente/proponente, accedano invece al circuito regolato”.

Ancora, l'opzione a favore della volontaria soggezione alla disciplina regolatoria in sede di mercato primario potrebbe addirittura costituire la condizione per l'accesso al mercato secondario (e segnatamente a piattaforme “certificate” mediante l'iscrizione in apposito albo, come tra breve si dirà), attraverso “la previsione che solo le cripto-attività che abbiano costituito oggetto di offerta al pubblico attraverso una o più piattaforme per le offerte di cripto-attività (...) possono essere ammesse agli scambi”.

⁽²³⁾ Il Documento oltremodo precisa che “quando, invece, una cripto-attività presenta caratteristiche tali da consentire la chiara e indubbia riconduzione all'insieme degli strumenti finanziari (codificati dalla disciplina MiFID) o dei prodotti di investimento (PRIIP, PRIP e IBIP), le relative attività di emissione, negoziazione e post-negoziazione sono evidentemente soggette alle disposizioni europee di armonizzazione previste per gli strumenti finanziari e per i prodotti di investimento, in quanto sovraordinate nella gerarchia delle fonti”.

In breve, gli emittenti e i promotori di *token* “semplici”, e cioè non assimilabili né a strumenti né a prodotti finanziari, mediante la scelta di *opt-in* acquisirebbero un “marchio di qualità” in relazione alla loro iniziativa, la cui sicurezza, e conseguente maggiore appetibilità sul mercato rispetto ad iniziative analoghe, dovrebbe essere garantita dal presidio regolatorio.

Altresì, in una sorta di doppio e parallelo binario di *opt-in*, anche gli organizzatori di piattaforme (*exchange*) del sistema di cripto-attività potrebbero volontariamente domandare l'iscrizione alla Consob in un apposito registro, iscrizione subordinata ad una serie di “requisiti sia soggettivi che di organizzazione e funzionamento del sistema”.

Il merito dell'intervento regolatorio

La categoria di *cripto-asset* delimitata da Consob non è finalizzata a intenti classificatori, ma è volta a delimitare il campo di applicazione di una disciplina opzionale – in quanto soggetta ad meccanismo di *opt-in* – certamente ancora da definire nel dettaglio.

Come si è fatto più volte cenno, il disegno della proposta regolatoria è improntato alla tutela dei potenziali sottoscrittori/acquirenti, in quanto Consob – “in attesa della definizione in ambito europeo di un condiviso orientamento circa la qualificazione giuridica dei *crypto-asset* e, in particolare, in merito alla loro riconduzione al novero dei valori mobiliari, (...) – è sensibile al tema in quanto autorità deputata alla tutela degli investitori, conformemente alle attribuzioni e ai poteri che le sono conferiti dalla legge” ⁽²⁴⁾.

Tuttavia, circa il merito delle soluzioni prospettate, il Documento reca un'impostazione già sufficientemente delineata e riconoscibile, anche rispetto ad analoghe iniziative assunte da altri Paesi od organismi ⁽²⁵⁾. Tali soluzioni sono distribuite tra il mercato primario e il mercato secondario.

A livello di mercato primario, sono declinate le seguenti protezioni: (a) l'esclusività del luogo deputato allo svolgimento delle ICO; (b) la sussistenza di peculiari caratteristiche in capo agli emittenti; (c) la diffusione di “adequate informazioni in merito ai progetti imprenditoriali” che vengono sottoposti al finanziamento.

Quanto al tema *sub* (a), il Documento non si limita a stabilire che le ICO debbano essere veicolate attraverso “una piattaforma *on line* che abbia come finalità esclusiva la promozione e realizzazione di offerte di cripto-attività di nuova emissione”, ma si occupa anche della individuazione dei soggetti abilitati a gestire tale piattaforma. A quest'ultimo proposito, Consob rileva che, ad oggi, “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

⁽²⁴⁾ Poiché, come si è detto, l'intervento regolatorio contemplato nel Documento va oltre il perimetro degli strumenti finanziari e dei prodotti finanziari, coinvolgendo soprattutto *token* non suscettibili entro tali categorie normative, si potrebbe porre un problema di competenza in capo a Consob. Il sistema di *opt-in* dovrebbe però limitare il rischio che possa essere contestato il ruolo di Consob.

⁽²⁵⁾ Si rinvia al paragrafo successivo per una breve analisi “comparatistica”.

regolamento Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 (Regolamento *Crowdfunding*)”. Tuttavia, l’Autorità – “al fine di non precludere lo sviluppo di modelli di *business* alternativi, in cui cioè il soggetto gestore intenda specializzarsi (...) soltanto nel settore delle *initial coin offerings*” – apre anche a “ulteriori soggetti diversi ai quali potrebbe essere consentito di svolgere in via esclusiva l’attività di gestione di piattaforme per le offerte di cripto-attività”, che “sarebbero comunque tenuti al rispetto di requisiti soggettivi analoghi a quanto previsto per i gestori di portali per le offerte di *crowdfunding*”.

Quanto al presidio *sub* (b), i soggetti che emettono cripto-attività “possono essere società, persone fisiche o *networks* di sviluppatori di prodotti”, in merito ai quali “si pone la questione [per la verità ancora non risolta dal Documento] delle caratteristiche di detti soggetti e della valutazione di eventuali requisiti minimi, e di quale tipo, affinché possano essere selezionabili per la promozione delle relative offerte sulle piattaforme di cui trattasi”. Solamente, i requisiti minimi dovrebbero essere declinati in termini non tanto di *status* dell’emittente (sovente, “*start-up* più o meno organizzate” che altrimenti rischierebbero di vedersi precluso l’accesso a questo mercato), quanto di “adeguati presidi per la selezione dei progetti imprenditoriali meritevoli di accedere alla piattaforma per la promozione delle offerte delle connesse cripto-attività”.

Infine, quanto alla soluzione *sub* (c), vengono tracciati obblighi di *disclosure* dell’emittente, nei confronti della piattaforma e, quale condizione per l’accesso alla medesima, di pubblicazione di “tutte le informazioni necessarie affinché i potenziali investitori possano valutare compiutamente gli investimenti proposti”. Anzi, è auspicata una standardizzazione del *set* informativo richiesto, di modo da rendere comparabili le diverse offerte.

A livello di mercato secondario, Consob ritiene che, “analogamente a quanto sopra indicato a proposito delle offerte di cripto-attività di nuova emissione, anche gli *exchange* in cui si negozino cripto-attività non qualificabili come strumenti finanziari ma che abbiano le previste caratteristiche distintive, richiedono adeguate forme di controllo e di regolamentazione”. Tale esigenza, che presuppone sempre una scelta in termini di *opt-in* da parte dell’operatore, non verrebbe tuttavia colmata tramite la previsione di una riserva di attività per la gestione del sistema di scambio.

Anzi, la gestione delle piattaforme *exchange* resterebbe una libera attività di impresa; soltanto, come si è già ricordato, i relativi operatori potrebbero richiedere a Consob l’iscrizione ad un apposito albo, il quale – senza costituire presupposto per la legittimità dei propri servizi – rappresenterebbe tuttavia una *white list* formalmente attestante il rispetto, da parte degli iscritti, di “requisiti di carattere soggettivo stabiliti ad *hoc* dalla Consob” e l’assunzione dell’impegno a seguire regole di condotta caratterizzanti ⁽²⁶⁾.

⁽²⁶⁾ Secondo l’elenco predisposto dal “Riquadro 5” del Documento, tali regole dovrebbero contemplare almeno: “a) regole e procedure trasparenti e non discriminatorie 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

Micro-analisi comparatistica

Il fenomeno delle ICO e della conseguente evoluzione di un mercato secondario dei *token* non è, ovviamente, circoscritto ai confini nazionali. Idealmente e coerentemente, l'impostazione di un intervento regolatorio, e financo la decisione stessa di intervenire ⁽²⁷⁾, non dovrebbero essere lasciati alla discrezione delle singole Autorità nazionali competenti in materia finanziaria. Del resto, la stessa Consob è “in attesa della definizione in ambito europeo di un condiviso orientamento circa la qualificazione giuridica dei *crypto-asset*” ⁽²⁸⁾.

Anzi, a nostro avviso – in ragione della tecnologia universalmente impiegata, del tutto neutra rispetto ai confini geografici o alle tradizioni giuridiche – le cripto-attività dovrebbero piuttosto essere oggetto di un dibattito e di una procedura che conducano alla stipulazione di una convenzione internazionale ⁽²⁹⁾.

Per contro, ad oggi sono emersi approcci regolatori molto divergenti ⁽³⁰⁾, che vanno dal non intervenire, all'intervenire in modo “*soft*”, al delegittimare e scoraggiare l'impiego di *token* ⁽³¹⁾, fino ad arrivare addirittura ad un divieto ⁽³²⁾. Questo panorama variegato, peraltro,

negoziante 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”.

⁽²⁷⁾ Invero, lo stesso dibattito si registrava negli anni '90 del secolo scorso con riferimento all'affermarsi di internet. Anche allora c'era chi riteneva che non fosse necessario un intervento (negli Stati Uniti, F.H. EASTERBROOK, *Cyberspace and the Law of the Horse*, U. Chi. Legal F., 207, 1996) e chi, viceversa, lo riteneva necessario (L. LESSIG, *The Law of the Horse; What Cyberlaw Might Teach*, 113 Harv. L. Rev. 501, 1999).

⁽²⁸⁾ Anche ESMA, nell'Advice alla Commissione Europea del 9 gennaio 2019, “believes that an EU-wide approach is relevant, also considering the cross-border nature of crypto-assets” (cfr. p. 9). Sul punto specifico delle tecnologie DLT, nel 2018 la *Chambre of Digital Commerce* si è dichiarata contraria a un intervento e ad una disciplina legata ai singoli Stati, auspicando una coordinazione fra forme di autoregolazione e iniziative del legislatore.

⁽²⁹⁾ Cfr. il *Discussion Paper* dell'Autorité des Marchés Financiers (AMF) del 26 ottobre 2017, che sarà di seguito commentato: “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” (cfr. p. 3) Per la proposta cfr. Gitti, *Tecnologie digitali, persona e istituzioni* (14° Convegno Nazionale SiSDIC, *Il trattamento algoritmico dei dati tra etica, diritto ed economia*, svoltosi a Napoli il 9-11 maggio 2019).

⁽³⁰⁾ Per maggiore dettaglio, si rinvia all'analisi degli approcci più rilevanti dal punto di vista internazionale, curata da M. NICOTRA, *Il regime giuridico delle ICOs. Analisi comparata e prospettive regolatorie italiane*, cit., p. 4 ss., nonché alla panoramica tracciata alle pagine 3 e 4 del *Discussion Paper* di AMF del 26 ottobre 2017, che sarà di seguito commentato.

⁽³¹⁾ Negli Stati Uniti, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) è stata costretta ad un intervento *ex post*, di natura sanzionatoria, in relazione al caso “The DAO” (cfr. il *Report of Investigation* n. 81207 del 25 luglio 2017). La SEC, in tal caso, ha ritenuto che l'attività di emissione, collocamento e raccolta fosse suscumbibile nella definizione di “contratto di investimento” e dunque dovesse essere disciplinata dalla *Security Law*; l'impostazione è stata peraltro confermata dalla stessa SEC in due successivi provvedimenti (cfr. i “*cease and desist order*” nn. 10574 e 10575, entrambi del 16 novembre 2018).

⁽³²⁾ La *People's Bank of China*, già dal 2 settembre 2017, ha dichiarato “illegali” le ICOs. La Corea del Sud, dal 29 settembre 2017, ha vietato alle società e alle *start-up* domestiche di partecipare a qualsivoglia

potrebbe dare luogo in alcuni frangenti a fenomeni di *forum shopping* da parte di emittenti, incentivati a scegliere la giurisdizione più favorevole ove promuovere le ICO.

In generale, è possibile affermare con buona approssimazione che la maggior parte dei documenti di carattere consultivo, istruttorio o direttamente regolatorio siano principalmente animati dallo scrupolo di preservare e presidiare l'applicazione della normativa volta per volta rilevante. In più occasioni, tali documenti ribadiscono che il vestimento tecnologico del rapporto di investimento, ossia la sua rappresentazione in un *token*, non può in alcun modo costituire una giustificazione per sottrarsi alle regole vincolanti in tema di emissione e negoziazione di strumenti finanziari e valori mobiliari. Alcuni di essi, poi, prescrivono un vero e proprio *test* per verificare l'eventualità che i *token* interessati, a prescindere dalla loro configurazione, intercettino proprio queste categorie, *test* che sarebbe onere dell'emittente svolgere per evitare il trattamento sanzionatorio ⁽³³⁾.

Del resto, nel contesto europeo, l'ESMA – con l'*Advice* destinato alla Commissione Europea riguardo a *Initial Coin Offerings and Crypto-Assets* del 9 gennaio 2019 – ha riscontrato una “*lack of clarity as to how the regulatory framework applies to such instruments*” e ha dunque concluso che “*a key consideration for regulators is the legal status of crypto-assets, as this determines whether financial services rules are likely to apply, and if so which*” ⁽³⁴⁾. Infatti, “*where crypto-assets qualify as transferable securities or other types of MiFID financial instruments, a full set of EU financial rules, including the Prospectus Directive, the Transparency Directive, MiFID II, the Market Abuse Directive, the Short Selling Regulation, the Central Securities Depositories Regulation and the Settlement Finality Directive, are likely to apply to their issuer and/or firms providing investment services/activities to those instruments*” ⁽³⁵⁾.

Le due esperienze più prossime, geograficamente e cronologicamente, al Documento (e dallo stesso richiamate) riguardano il Regno Unito e la Francia. La *Financial Conduct Authority* (FCA) inglese, lo scorso gennaio, ha pubblicato un *consultation paper* intitolato *Guidance on Cryptoassets*, in cui muove da una chiara prospettiva qualificatoria, per verificare se e in che misura le varie fattispecie di cripto-attività interagiscano con il “*regulatory perimeter*”, ossia con il perimetro che separa “*regulated and unregulated financial services activities*” ⁽³⁶⁾. In particolare, la *Guidance* di FCA “*looks at where*

ICO, anche promossa all'estero, e l'Autorità nazionale coreana di vigilanza sul sistema finanziario (*Financial Services Commission-FSC*) ha precluso ogni forma di *Initial Public Offering*, a prescindere dalla sua struttura e organizzazione.

⁽³³⁾ Si veda il già ricordato questionario di FINMA e l'impianto del ragionamento seguito dalla SEC nella richiamata decisione relativa al caso “The DAO”, ove l'Autorità ha svolto il cosiddetto “*Howey test*”, applicando i principi rivenienti da un precedente risalente al 1946 (*SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 301).

⁽³⁴⁾ ESMA riferisce di aver condotto, nel corso dell'estate del 2018, una indagine presso le Autorità competenti in materia finanziaria dei singoli Stati membri, chiedendo loro di qualificare un “*sample set of crypto-assets*”. La maggioranza degli enti interpellati ha risposto che “*some crypto-assets, e.g. those with profit rights attached, may qualify as transferable securities or other types of MiFID financial instruments*”.

⁽³⁵⁾ Le citazioni sono tratte dall'*Executive Summary* dell'*Advice* di ESMA in commento, p. 4 ss.

⁽³⁶⁾ Si vedano in particolare l'introduzione (p. 3) e il paragrafo 3 (*Perimeter Guidance*, p. 16) del *consultation paper* inglese. Il termine per presentare osservazioni e istanze in sede di consultazione è

cryptoassets would be considered 'Specified Investments' under the Regulated Activities Order (RAO), 'Financial Instruments' such as 'Transferable Securities' under the Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II), or captured under the Payment Services Regulations (PSRs), or the E-Money Regulations (EMRs)".

Analoga procedura è stata seguita in Francia, da parte dell'*Autorité des Marchés Financiers* (AMF), che, a partire dal 26 ottobre 2017, ha avviato un programma di ricerca (cosiddetto programma "UNICORN") sulle ICO. Segnatamente, AMF ha diffuso un *Discussion Paper*, a cui è seguito un periodo di consultazione di circa due mesi, che ha consentito all'Autorità di raccogliere le considerazioni di investitori, operatori e studiosi ⁽³⁷⁾.

Ad ogni modo, il *Discussion Paper* d'oltralpe esordisce ponendo in evidenza la necessità *"to examine to what extent, and under what conditions, some ICOs could be governed by rules that the AMF is responsible for enforcing"*. Altresì, *"it is incumbent upon the originators and/or promoters of the ICOs to check that the fundraising operations in question comply with any applicable regulations, including those on public securities offerings and intermediaries in miscellaneous assets"*. Quindi, afferma che la disciplina eventualmente rilevante ed applicabile ai *token* può essere rintracciata solo *"on a case-by-case basis"*, ossia tramite un'opera di qualificazione di una fattispecie concreta, *ergo* di una singola emissione, entro la cornice astratta delle nozioni di offerta pubblica di *"financial securities, equity crowdfunding, collective investments or intermediation in miscellaneous assets"*. Coerentemente, buona parte del *Discussion Paper* è dedicato a fornire indicazioni per il percorso qualificatorio, per ciascuna delle quattro categorie sopra citate.

AMF si spinge tuttavia oltre la questione della qualificazione giuridica, per sottoporre agli *stakeholders* alcune alternative, in termini di impostazione della futura, eventuale, regolazione speciale, posto che, secondo l'Autorità francese, *"the vast majority of current offerings could well escape AMF regulation entirely, even though they involve the solicitation of public savings and potentially very large amounts"*.

Le alternative consistono in: un intervento *"soft"*, limitato alla promozione di *good practices*; un ampliamento della legislazione esistente, al fine di includere nella stessa il fenomeno delle ICO; una nuova regolazione di settore, disegnata *ad hoc*.

In particolare, con riferimento alla terza opzione presentata, AMF ha comunque ipotizzato una regolazione in regime obbligatorio e una in regime opzionale, secondo la quale i promotori delle ICO possono decidere di richiedere l'autorizzazione ad AMF stessa, la quale rilascerà il visto, oppure di non richiedere autorizzazione alcuna, dovendo tuttavia dotare i propri documenti di offerta con un avvertimento che indichi chiaramente l'assenza di visto da parte di AMF.

scaduto il 5 aprile 2019; sul portale *web* di FCA, alla data del 10 giugno 2019, viene annunciato che *"we will publish feedback and the final text of the guidance in summer 2019"*.

⁽³⁷⁾ Il *Discussion Paper* in esame, così come gli esiti della procedura di consultazione, da cui sono tratte le citazioni che seguono, sono stati pubblicati in lingua inglese nella sezione del sito *web* di Consob dedicata a "Fintech".

Gli operatori, in risposta alla consultazione, hanno convenuto in massima parte sull'opportunità di un intervento regolatorio *ad hoc*, declinato in chiave opzionale. In particolare, dal documento “*Summary of replies to the public consultation on Initial Coin Offerings (ICOs) and update on the UNICORN Programme*” del 22 febbraio 2018 si evince come la maggioranza delle risposte pervenute condivide l'effetto deterrente del sistema di *opt-in* rispetto ad offerte fraudolente, che finirebbero col danneggiare l'immagine generale del prodotto collocato, a scapito di progetti “sani” e meritevoli di essere finanziati tramite l'innovativa modalità.

I partecipanti alla consultazione hanno inoltre segnalato l'opportunità di una (parallela) “*white paper standardisation*” o addirittura di un “*white paper template for each type of token*”.

Conclusioni sul Documento, con qualche riflessione al fuori del perimetro della consultazione

Alla luce dei sintetici richiami alle esperienze europee, è possibile apprezzare i tratti distintivi dell'approccio regolatorio prescelto da Consob ⁽³⁸⁾.

Il Documento, a differenza delle iniziative esaminate, non è incentrato sull'esigenza di ricondurre i *token*, ancillari al finanziamento di progetti innovativi, alle categorie normative esistenti e disponibili. In altre parole, presupposta l'applicazione certa della MiFID II quando le crypto-attività rientrano nell'ambito della definizione di strumenti finanziari, il Documento non suggerisce affatto la sussunzione dei *token* entro la fattispecie astratta dei prodotti finanziari, qualificazione che innescerebbe la disciplina delle offerte pubbliche. Al contrario, Consob propone, attraverso un “esercizio definitorio”, la “codificazione di una categoria *ad hoc* distinta dai prodotti finanziari”, attorno alla quale costruire una regolazione speciale “*soft*”, capace di sottrarre la singola emissione dalla disciplina del TUF sui prodotti finanziari qualora, in base alle regole generali, i titoli siano in tal modo qualificabili.

Per i *token* che non sono invece qualificabili nemmeno come prodotti finanziari, alla “leggerezza” dell'impianto regolatorio contribuisce la logica dell’“*opt-in*”, che si risolve in una sorta di “certificazione di qualità” su base volontaria, riferita sia alla serietà dell'iniziativa da finanziare e del soggetto emittente, sia alla gestione e trasparenza delle piattaforme impiegate. Peraltro, la configurazione negoziale in termini di *opt-in* dovrebbe limitare il rischio di contestazioni, sul piano della capienza dei poteri normativi dell'Autorità, circa il ruolo di Consob nel porsi di disciplinare magari mediante lo

⁽³⁸⁾ Un generale giudizio di apprezzamento sulla struttura del documento è stato espresso da A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Offerte iniziali e scambi di crypto attività: il nuovo approccio regolatorio della Consob*, cit. e da M. NICOTRA, *Il regime giuridico delle ICOs. Analisi comparata e prospettive regolatorie italiane*, cit., p. 22.

schema ormai consolidato dal contratto regolamentare, produttivo di clausole d'uso ⁽³⁹⁾ anche fenomeni che possono andare oltre la nozione di prodotto finanziario.

Il profilo di specialità ed il carattere “flessibile” dell’approccio regolatorio rappresentano dunque i due capisaldi del Documento in esame. Entrambi vengono dichiarati funzionali a superare “l’eccessiva rigidità e pesantezza del vigente quadro normativo in materia finanziaria che non è opportuno quindi andare ad estendere, invariato, anche alle nuove forme di operatività che si sono sviluppate nella prassi” ⁽⁴⁰⁾.

Sia consentita una riflessione – al di fuori dei quesiti, delle modalità e dei tempi della consultazione pubblica relativa al Documento – in ordine alla necessità di intensificare i tratti speciali della disegnanda regolazione delle ICO e delle *exchange* e di ulteriormente alleggerire le incombenze derivanti dall’esercizio dell’opzione di soggezione volontaria a tali regole.

Circa la prima esigenza, il Documento – che già, rispetto agli omologhi *paper* di altri Paesi, si affranca dall’urgenza della qualificazione secondo le categorie positive vigenti – appare inevitabilmente appiattito su una struttura che ricalca, seppur in senso attenuato, l’impianto tradizionale delle offerte pubbliche di strumenti/prodotti finanziari e dei servizi e attività di investimento: autorizzazioni ai gestori delle piattaforme; requisiti soggettivi e oggettivi minimi per l’accesso alle stesse; imposizione di presidi organizzativi; obblighi di *disclosure* e regole di condotta.

Al di là di questa constatazione, tuttavia, ci pare fondamentale che il disegno regolatorio sia pragmaticamente costruito su una istanza di marcata specificità: ad esempio, le richieste di autorizzazione non dovrebbero appiattirsi su schemi esistenti; ossia, in risposta ad uno dei quesiti posti dal Documento in relazione al mercato primario, non dovrebbe essere consentita una sorta di estensione automatica della “gamma di attività che possono essere effettuate dai gestori di portali di *crowdfunding*”, sino a “comprendere anche la promozione di offerte di cripto-attività di nuove emissione”. In quest’ottica, è da cogliere la proposta di tenere distinta “l’attività connessa con la promozione di offerte di cripto-attività (...) da quella connessa con le offerte di *crowdfunding*”, anche attraverso l’imposizione di un obbligo al gestore autorizzato “di istituire e gestire piattaforme distinte per l’una e l’altra attività” ⁽⁴¹⁾. Il medesimo grado di specializzazione dovrebbe essere richiesto, sul mercato secondario, anche ai gestori delle piattaforme *exchange*.

Poi, circa l’esigenza di una regolazione “flessibile”, riteniamo che la caratteristica di “*soft law*” debba essere giustificata non tanto alla luce del carattere opzionale del regime proposto, quanto dalla circostanza che tale regime non risulti nella sostanza troppo dettagliato, frastagliato e gravoso da rispettare, con costi di *compliance* a carico degli

⁽³⁹⁾ G. GITTI, *Contratti regolamentari e normativi*, Padova, 1994, pp. 180 ss.; F. ADDIS, *La produzione di clausole d’uso e la loro efficacia nei settori di mercato sottoposti al controllo di Autorità indipendenti*, in G. GITTI (a cura di), *L’autonomia privata e le Autorità indipendenti, Metamorfosi del contratto*, Bologna, 2006, pp. 109 ss.; C. FERRARI, *I contratti dei mercati regolati*, Torino, 2018, pp. 59 ss.

⁽⁴⁰⁾ Così, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Offerte iniziali e scambi di cripto attività: il nuovo approccio regolatorio della Consob*, cit.

⁽⁴¹⁾ Così, il “Riquadro 3” del Documento.

operatori sproporzionati rispetto all'entità dei valori in gioco e alla prevalente natura di *start-up* dei progetti da finanziare.

Si tratta di individuare un punto di compromesso, diremmo tecnicamente negoziale, tra, da una parte, il rischio di cristallizzare il fenomeno “in un rigido regime precostituito”, creando un effetto disincentivante, e, dall'altra parte, il rischio di potenziali *deficit* di trasparenza per gli investitori finali, con esiti persino fraudolenti.

Nel rintracciare questo difficile equilibrio, è certamente di aiuto segnalare come le offerte iniziali e gli scambi di *token* che non si qualificano né come strumenti finanziari né come prodotti finanziari (quelli, per intenderci, per cui l'*opt-in* non condurrebbe alla “esenzione da prospetto”) non siano “prive di regolamentazione” e non si collochino affatto in un'area di totale anomia.

Poiché Consob muove dal chiaro presupposto della tutela del sottoscrittore/acquirente *retail*, va ricordato che esistono discipline che proteggono i consumatori nell'ambito di transazioni che vanno oltre quelle concernenti gli strumenti e i prodotti finanziari.

Si pensi, ad esempio, alla direttiva 2011/83/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 ottobre 2011, sui diritti dei consumatori, e soprattutto alle previsioni ivi contenute con riferimento ai contratti a distanza. Ovviamente, la direttiva non si applica ai rapporti cosiddetti *Business to Business* né a quelli *Peer to Peer*, ma solo ai rapporti *Business to Consumer*. Nulla esclude, però, che le offerte iniziali e gli scambi di crypto-attività riguardino proprio relazioni “BtoC”.

In tale prospettiva, il mancato esercizio dell'*opt-in*, in termini di scelta di applicazione del regime speciale, non si tradurrebbe affatto in un “*far west*” a danno del consumatore, poiché egli è comunque assistito dalle tutele di fondo offerte dalla legislazione (generale) di stampo consumeristico. Invece, qualora gli operatori coinvolti dovessero scegliere di sottoporsi volontariamente alla regolazione preannunciata da Consob, quest'ultima dovrebbe essere capace di assicurare ai consumatori – investitori in *ICO* od *exchange* – un livello di protezione non inferiore a quello per l'appunto assicurato dalla richiamata disciplina generale.