

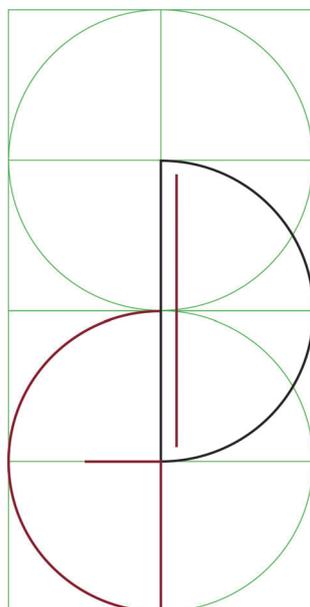
Materiali e documenti



Annuario 2021 Osservatorio Giuridico sulla Innovazione Digitale

Yearbook 2021
Juridical Observatory on Digital Innovation

a cura di
Salvatore Orlando e Giuseppina Capaldo



University Press



SAPIENZA
UNIVERSITÀ EDITRICE

Collana Materiali e documenti 75

Annuario 2021
Osservatorio Giuridico
sulla Innovazione Digitale

Yearbook 2021
Juridical Observatory on Digital Innovation

a cura di Salvatore Orlando e Giuseppina Capaldo



SAPIENZA
UNIVERSITÀ EDITRICE
2021

Copyright © 2021

Sapienza Università Editrice

Piazzale Aldo Moro 5 – 00185 Roma

www.editricesapienza.it

editrice.sapienza@uniroma1.it

Iscrizione Registro Operatori Comunicazione n. 11420

ISBN 978-88-9377-186-3

DOI 10.13133/9788893771863

Pubblicato nel mese di luglio 2021



Quest'opera è distribuita
con licenza Creative Commons 3.0 IT
diffusa in modalità *open access*.

Impaginazione/layout a cura di: Enzo Maria Incutti

In copertina: Michela Tenace, *Studio per il logo OGID/JODI* (2021), archivio dell'A.

Indice

Prefazione	11
1. Natura finanziaria delle cripto-attività e riflessi sul regime del capitale sociale	13
1.1. Introduzione	13
1.2. ICOs e le cripto-attività	15
1.3. La natura giuridica delle cripto-attività	18
1.4. I riflessi sul regime del capitale sociale	25
1.4.1. L'iscrivibilità in bilancio	27
1.4.2. I token come "bene in natura"	29
1.5. Conclusioni	33
2. La strategia digitale dell'Unione Europea verso un mercato unico sostenibile	35
2.1. Oggetto e scopo dell'indagine	35
2.2. Le fonti della costruzione di un mercato unico sostenibile nell'Unione Europea	36
2.2.1. Le fonti primarie	36
2.2.2. Le fonti secondarie	37
2.2.3. Le fonti interne	40
2.3. La risoluzione 2020/2021 e la sostenibilità del mercato	41
2.4. Il ruolo del digitale nella costruzione europea di un mercato sostenibile	44
2.5. Informazioni, piattaforme on-line e trasparenza nel mercato sostenibile	45
2.6. La sostenibilità e la valutazione dell'impatto ambientale dell'infrastruttura digitale	46
2.7. Le fonti della costruzione di un mercato unico sostenibile nell'Unione Europea	50

3.	Digitalizzazione e proprietà intellettuale	53
3.1.	Premessa	53
3.1.1.	Struttura e finalità dell'analisi	54
3.2.	Quadro normativo e delimitazione del campo dell'indagine	55
3.3.	L'azione dell'Unione Europea	58
3.4.	Prime riflessioni attorno alla direttiva 790/2019/UE: tra armonizzazione e nuovi assetti a geometria variabile	60
3.4.1.	(segue) Sull'eccezione di <i>text and data mining</i>	62
3.5.	Prospettive <i>de iure condendo</i>	65
4.	<i>Smart contract</i> : disciplina, criticità e risvolti pratici	69
4.1.	<i>Blockchain</i> : la tecnologia di supporto	69
4.2.	Il protocollo <i>smart contract</i>	72
4.3.	I tentativi di inquadramento	74
4.4.	I vantaggi	77
4.5.	I profili critici	80
4.6.	La normativa internazionale ed europea	86
4.7.	La normativa italiana	89
4.8.	Sviluppi futuri e il ruolo del giurista	95
5.	<i>Sharenting</i> e riservatezza del minore in rete	103
5.1.	Introduzione	103
5.2.	Lo <i>sharenting</i> in Italia	106
5.3.	Esistenza digitale del minore e rimedi civilistici	111
5.4.	La tutela della riservatezza del minore nel contesto delle relazioni familiari	115
5.5.	Conclusioni	116
6.	Regolare l'irregolabile: il consenso al trattamento dei dati nel GDPR	119
6.1.	Introduzione	119
6.2.	Funzioni e disfunzioni, da un punto di vista generale, del consenso	120
6.3.	Regolazione e interpretazione del consenso, oggi	124
6.4.	Forza e debolezza dell'approccio attuale	128
6.5.	L'inquadramento dogmatico: una prima proposta (priva di effettiva utilità)	135
6.5.1.	L'inquadramento generale	136
6.5.2.	I riflessi specifici	140
6.6.	La disciplina: una seconda proposta (priva di appiglio normativo)	145

6.6.1. Alla ricerca del consenso effettivo	146
6.6.2. Necessità di riforme legislative	151
7. Note sulla regolazione dell'IA	157
7.1. Introduzione	157
7.2. Regole e rivoluzioni scientifiche	158
7.3. La lezione di Rodotà: afferrare il nuovo per darvi la giusta forma	161
7.4. Afferrare il nuovo e il mito del robot intelligente	163
7.5. Afferrare il nuovo: l'IA, oggi	167
7.6. Afferrare il nuovo: rischi e criticità dell'IA oggi	169
7.7. Principi con cui dare forma al nuovo	171
8. « <i>Initial Coin Offering</i> » ed il mercato delle cripto-attività: riflessioni sugli «utility token»	175
8.1. Rivoluzione digitale e trasformazione tecnologica del settore finanziario	175
8.2. « <i>Initial Coin Offering</i> »: un innovativo meccanismo di raccolta di finanziamenti	177
8.3. Le diverse tipologie di <i>token</i>	181
8.4. La posizione della Consob e le questioni aperte	185
8.5. Un punto di vista comparato tra primi interventi legislativi e prospettive “caso per caso”	192
8.6. L'ambiguità degli «utility token». Prospettive di analisi	194
8.7. Riflessioni conclusive: quale futuro per il mercato delle cripto-attività?	201
9. Protezione dei dati personali e <i>antitrust</i> . L'incidenza dell'uso secondario dei <i>big data</i> sulla concorrenza	205
9.1. <i>Big data</i> e mercato	205
9.2. Dati personali e autonomia privata	208
9.3. Il mercato rilevante dei <i>big data</i>	212
9.4. Intese e pratiche collusive	214
9.5. Abuso di posizione dominante e <i>big data</i>	215
9.6. La pratica dei prezzi personalizzati e l'illecito discriminatorio	217
9.7. Uso secondario dei <i>big data</i> e protezione dei dati personali	220
9.8. Il principio di limitazione della finalità del trattamento	221
9.9. I rimedi preventivi e successivi	225
9.10. La tutela risarcitoria	227
10. Gli <i>smart contracts</i> come prodotti <i>software</i>	235
10.1. Premessa	235

10.2. Gli <i>smart contracts</i> come prodotti <i>software</i>	240
10.3. Il linguaggio di programmazione e le questioni traduttologiche inerenti al processo di creazione degli <i>smart contracts</i>	241
10.4. (Segue) le perdite e le trasformazioni dal linguaggio naturale al linguaggio di programmazione	244
10.5. Asimmetria informatica e accordo in senso giuridico	249
10.6. Il rischio dell'esecuzione e il rischio della dichiarazione	256
11. Financial contracts and “the good algorithm”	261
11.1. Humanization or mechanization: which path leads to financial inclusion?	261
11.2. Algorithm decision-making: when math meets law	264
11.3. Code is contract	266
11.3.1. Agreement	267
11.3.2. Performances	268
11.3.3. Execution	270
11.4. Algorithm against contractual freedom: the risk of a “reverse engineering”	273
12. The evolution of U.S. proxy voting: may blockchain help us out?	277
12.1. Blockchain Technology	278
12.2. Typologies of blockchains	280
12.3. The Voting Mechanism	281
12.3.1. The Proxy System	281
12.3.2. The Calculation of Ballots	283
12.3.3. Tabulation systems	284
12.3.4. Clearing Process	284
12.4. Blockchain-based Application to the Voting System	289
12.4.1. Current Blockchain Initiatives	289
12.4.2. Blockchain possible goals	298
12.5. Hurdles for Blockchain Implementation	299
12.6. Conclusions	302
13. Oblio e diritto: brevi note giurisprudenziali	305
14. Regole di trasparenza e rapporti tra imprese nei mercati digitali: il Regolamento (UE) 2019/1150 sull'intermediazione online e i motori di ricerca	315
14.1. Economia delle piattaforme ed esigenze regolatorie	315
14.2. L'ambito di applicazione	319

14.3. I termini e le condizioni: definizione e mutamento	321
14.4. I provvedimenti di limitazione, sospensione e cessazione dei servizi di intermediazione	325
14.5. I criteri di posizionamento	328
14.6. Sul duplice ruolo delle piattaforme: dall'intermediazione alla concorrenza	331
14.7. L'accesso ai dati	333
14.8. Le c.d. <i>parity clauses</i>	336
14.9. Il sistema interno di gestione dei reclami e la mediazione	337
14.10. Osservazioni conclusive	341
15. Trasparenza e piattaforme <i>online</i> alla luce del Regolamento (UE) 2019/1150	345
15.1. Piattaforme digitali e nuove esigenze di protezione contrattuale: il Regolamento (UE) 2019/1150	345
15.2. La regola di trasparenza nei contratti di fornitura dei servizi di intermediazione <i>online</i>	350
15.3. I rimedi contrattuali a tutela degli utenti commerciali	353
15.4. Prime riflessioni sulla effettività della tutela e nuove sfide interpretative	358
16. Il pagamento mediante dati personali	361
16.1. Introduzione	361
16.2. Il pagamento mediante dati personali: liceità	363
16.3. Il pagamento mediante dati personali: disciplina	370
16.3.1. <i>Trasparenza</i>	370
16.3.2. <i>Corrispettività</i>	373
16.4. Cenni conclusivi	377
17. <i>Smart assistant</i> e dati personali: quali rischi per gli utenti?	381
17.1. Assistenti vocali, intelligenza artificiale e Internet of Things	381
17.2. I relativi rischi e vantaggi	386
17.3. Assistenti vocali e trattamento dei dati personali	388
17.4. Verso una concretizzazione della <i>privacy by design</i> : le recenti indicazioni del Garante	393
17.5. L'analisi dei rischi e il sistema delle certificazioni	395
Elenco autori	401

8. «Initial Coin Offering» ed il mercato delle cripto-attività: riflessioni sugli «utility token»

Enzo Maria Incutti

8.1. Rivoluzione digitale e trasformazione tecnologica del settore finanziario

Il settore finanziario è da sempre attento all'innovazione tecnologica e pronto a recepire i cambiamenti radicali che essa determina¹. Assistiamo, oggi, ad una profonda e rapida ristrutturazione dell'intero mercato finanziario, delle modalità di offerta dei nuovi servizi e delle dinamiche di relazione tra gli operatori ed i consumatori-investitori².

Il fenomeno di interazione tra nuove tecnologie e finanza ha condotto ad una sostanziale ridefinizione dei confini tradizionali e dei consolidati modelli di business, conducendo verso un fenomeno ampio e trasversale: quello che, ad oggi, assume il termine identificativo di «*Fintech*»³.

¹ «Sebbene l'innovazione nel settore finanziario non sia una novità, gli investimenti nella tecnologia sono aumentati notevolmente e il ritmo dell'innovazione ha subito una considerevole accelerazione», come ha sottolineato la Commissione Europea nel suo *Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo*, COM (2018) 109 def., 2018, spec. p. 2.

² «Le tecnologie finanziarie (fintech), ossia l'innovazione nel settore dei servizi finanziari resa possibile dalla tecnologia, si sono sviluppate notevolmente negli ultimi anni e stanno influenzando il modo in cui tali servizi sono prodotti e forniti. Le tecnologie finanziarie rappresentano il punto di incontro dei servizi finanziari e del mercato unico digitale. Il settore finanziario è il principale utilizzatore delle tecnologie digitali e un importante motore della trasformazione digitale dell'economia e della società», così Commissione Europea, *cit.*, spec. p. 2.

³ La locuzione *Fintech* è frutto della contrazione tra *finance* e *technology* e trova il corrispettivo nella lingua italiana nel neologismo «*tecnofinanza*». Questa locuzione è entrata a far parte del panorama economico-giuridico dei nostri giorni e si riferisce proprio alla interazione tra le nuove tecnologie e la finanza. Sebbene non vi sia una

Nel mondo finanziario le nuove tecnologie sono orientate ad operare su un piano bifronte. Difatti, si potrebbe sostenere che, da un lato, stia avvenendo una effettiva e totale disintermediazione delle attività e dei servizi e, dall'altro, una parallela e nuova intermediazione⁴.

Risulta opportuno (ri)considerare differentemente le attività tradizionali oggi semplificate attraverso i servizi digitalizzati, rispetto ad attività del tutto nuove⁵, che impiegano i più moderni strumenti tecnologici, quali sistemi dotati di Intelligenza Artificiale, *smart contract*, algoritmi sempre più sofisticati, *devices* connessi alla rete. Tali distinzioni sul piano empirico, impongono inevitabilmente un approccio differente sul piano regolatorio.

Uno dei principali problemi connessi alla regolamentazione del «*Fintech*» attiene proprio ad una diffusa “opacità regolatoria”⁶, dettata

uniforme definizione di tale termine, con esso si potrebbe intendere «un'attività finanziaria alimentata dalle nuove tecnologie e che include l'intera gamma di servizi, prodotti e infrastrutture finanziari», così Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento Europeo, *Relazione sulla tecnologia finanziaria: l'influenza della tecnologia sul futuro del settore finanziario* (2016/2243(INI)), 2017, spec. p. 18. Come si sottolinea nello stesso documento, esso riguarda «l'intero settore finanziario in tutte le sue componenti, dal settore bancario a quello assicurativo, i fondi pensione, la consulenza in materia di investimenti, i servizi di pagamento e le infrastrutture di mercato», spec. p. 4. Per un inquadramento generale del fenomeno, *ex multis* v. G. ALPA, *Fintech: un laboratorio per giuristi*, in *Contratto e impresa*, vol. 2, 2019, p. 377 ss.; AA. VV., *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, in *Quaderni Fintech Consob*, n. 1, 2018.

⁴ Sulla sottile linea di demarcazione tra nuove attività finanziarie e nuove modalità di servizi tradizionali, v. G. P. LA SALA, *Intermediazione, disintermediazione, nuova intermediazione: i problemi regolatori*, in M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, Cedam, Padova, 2020, p. 4 ss. L'Autore, inoltre, sostiene che al fianco di questa flessibile e mutevole distinzione, si affiancano servizi mediani che corrispondono alla «ipotesi in cui il servizio è nuovo, ma non è autosufficiente, in quando deve necessariamente affiancarsi ad uno tradizionale di cui rappresenta un momento operativo innovativo», spec. p. 5.

⁵ Si pensi alle nuove attività di consulenza finanziaria automatizzata. Sul tema, si rimanda a M.T. PARACAMPO, *La consulenza finanziaria automatizzata*, in M.T. PARACAMPO (a cura di), *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Giappichelli, Torino, 2017, p. 127-146; AA. VV., *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori. Evidenze da un'analisi qualitativa*, n. 6, 2019, R. LENER, *La «digitalizzazione» della consulenza finanziaria. Appunti sul c.d. robo-advice*, in ID. (a cura di), *Fintech: diritto, tecnologia e finanza*, Quaderni di Minerva Bancaria, 2, 2018; P. MAUME, *Regulating Robo-Advisory*, in *Texas International Law Journal*, vol. 51, 2019, pp. 50-87.

⁶ Sulle difficoltà connesse ad una uniforme e trasversale regolazione del fenomeno, v. W. MAGNUSON, *Regulating Fintech*, in *Vanderbilt Law Review*, vol. 71, 2019, spec. p. 1204 ss.

dalle difficoltà di individuare specificatamente operatori, attività o servizi da loro svolti. La sfida attuale, pertanto, ruota attorno all'esigenza di calibrare le esigenze di regolazione giuridica con le necessità di evoluzione fisiologica del mercato finanziario.

Oramai, le nuove tecnologie appartengono al presente di cui tutti noi tutti siamo attori e spettatori: "attori" in qualità di soggetti coinvolti direttamente nel processo evolutivo tecnologico e "spettatori" quali destinatari degli effetti che le grandi innovazioni determinano.

8.2. «Initial Coin Offering»: un innovativo meccanismo di raccolta di finanziamenti

Un fenomeno nuovo del complesso e vivace mondo *Fintech* è quello che prende il nome di «Initial Coin Offering» (ICO), operazione finanziaria che sta assumendo una crescente rilevanza economica⁷ e, di riflesso, sta attirando una sempre maggiore attenzione sul piano regolatorio in Italia ed all'estero.

Il presente studio mira a compiere un inquadramento del funzionamento tecnico delle «Initial Coin Offering» e del mercato delle cripto-attività nei ranghi del diritto, vagliando la possibilità di ricondurre le complesse dinamiche del fenomeno all'interno di preesistenti categorie giuridiche o, alternativamente, di sondare l'opportunità di una regolazione *ad hoc* capace di recepire appieno le novità tecnico-giuridiche. Inoltre, lo studio intende approfondire ed interrogarsi sulla natura degli «*utility token*» ibridi, in quanto questi, più di altre fattispecie, pongono consistenti dubbi sul piano della loro qualificazione giuridica a causa di una complessa struttura funzionale.

L'«Initial Coin Offering»⁸ può essere intesa come un innovativo meccanismo di raccolta di finanziamento per progetti imprenditoriali che

⁷ Per una valutazione dell'impatto economico sul mercato finanziario, si rimanda allo studio condotto dal «Securities and Markets Stakeholder Group», che mette in evidenza come, a fronte di un numero elevato di *Initial Coin Offering* non andate a buon fine, la rilevanza economica di quelle correttamente concluse è notevole, interessando decina di milioni in termini di investimenti raccolti. Interessante anche l'approfondimento sulla distribuzione territoriale di queste iniziative economiche, che riflette l'assenza di una regolazione uniforme su scala globale. Cfr. Securities and Markets Stakeholder Group, *Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, Advice to ESMA, 19 ottobre 2018.

⁸ Risulta opportuno sottolineare, in via preliminare, che si riconducono a questo fenomeno modalità di "offerta" alquanto diversificate tra loro. Il termine "coin" non deve, pertanto, condurre ad improprie riduzioni del tema sulla base di ragionamenti

sfrutta le trame della disintermediazione tipica della tecnologia *blockchain*⁹.

L'emittente pubblica sul proprio sito internet un prospetto, il c.d. «*white paper*», contenente la descrizione del proprio progetto imprenditoriale.

La presenza di un prospetto informativo¹⁰ è necessaria ai fini della delimitazione della tipologia del progetto imprenditoriale che si vuole intraprendere e dei *token* che si vorranno immettere sul mercato¹¹.

L'offerta è rivolta ad un numero indefinito di destinatari ed è diretta a finanziare il progetto attraverso l'acquisto in rete con moneta

analogici fondati su preesistenti categorie giuridiche e/o istituti. L'eterogeneità dei *token* determina una inevitabile frammentazione anche sul piano fenomenologico. Dunque, il richiamo alla moneta non deve essere fuorviante in quanto ricomprende al suo interno cripto-attività ben distanti dalla semplice moneta virtuale. Si noti che la più recente tendenza evidenzia il sempre maggiore ricorso a «*Security Token Offering*» (STO), vale a dire modelli di offerta di *token* che si identificano principalmente in prodotti e strumenti finanziari. Volendo, quindi, generalizzare si potrebbe parlare più correttamente di «*Initial Token Offering*». Sul punto, v. Deloitte, *Are token assets the securities of tomorrow?*, Whitepaper, 2019, p. 7 ss.

⁹ L'European Market and Securities Authority (ESMA) definisce l'ICO come «an operation through which companies, entrepreneurs, developers or other promoters raise capital for their projects in exchange for crypto-assets (often referred to as 'digital tokens' or 'coins'), that they create». Cfr. ESMA, *Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, Advice, 9 gennaio 2019, spec. p. 43.

¹⁰ Il «*white paper*» richiama inevitabilmente il prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico di sottoscrizione o vendita e anche per l'ammissione alla negoziazione dei servizi finanziari, come disciplinato dal Regolamento (UE) 2017/1129, che ha abrogato la Direttiva 2003/71/CE. Si noti, però, che il contenuto dei «*white paper*» non è spesso dettagliatamente definito e può risultare poco comprensibile agli investitori, facendo riferimento agli standard tecnici che l'offerta dovrà assumere. Pertanto, esso, seppur astrattamente assimilabile, presenta delle notevoli differenze dal prospetto richiesto dalla normativa europea e dalla disciplina nazionale all'art. 94 del T.U.F., essendo richiesta, invece, una struttura estremamente precisa che possa rappresentare un presidio di sicurezza per i soggetti coinvolti nelle operazioni finanziarie. Sul punto, la recente «*Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività*» (art.5) stabilisce in dettaglio il contenuto del *white paper*, introducendo, di fatto, una disciplina che si avvicina profondamente a quella del Regolamento (UE) 2017/1129. Il passo compiuto in sede europea, seppur non definitivo, rappresenta, però, uno *input* determinante nella corretta regolamentazione del fenomeno.

¹¹ Talvolta il prospetto è arricchito da un documento che sintetizza le caratteristiche che assumeranno i futuri *token* immessi sul mercato. Il documento prende il nome di «*Simple Agreement for Future Tokens*».

avente corso legale o con cripto-valuta¹² di un certo numero di *token*. L'emittente che può essere una persona fisica o giuridica, nonché una *start-up* in fase di lancio, sfrutta appieno tutte le potenzialità della rete, compiendo ampie campagne pubblicitarie, anche attraverso i vari canali dei *social network* con l'obiettivo di rivolgersi ad un pubblico sempre più vasto.

Solitamente vengono predeterminati un ammontare minimo¹³ di finanziamenti, il c.d. «*min cap*», ed una precisa data di scadenza dell'offerta. Prima dell'apertura dell'offerta, la *ICO* può essere preceduta da una fase preliminare di vendita (c.d. «*Pre-ICO*»), durante la quale viene venduto sul mercato un numero ristretto di *token* ad un prezzo nettamente inferiore rispetto a quello di vera e propria vendita¹⁴.

Se al momento della scadenza, infatti, non si è raggiunto l'ammontare minimo, i fondi raccolti verranno restituiti automaticamente agli investitori attraverso l'attivazione degli *smart contract*¹⁵ connessi

¹² Le cripto-valute maggiormente utilizzate per questo tipo di investimenti sono *Bitcoin* ed *Ether*. Proprio le criptovalute, ed in particolare i *Bitcoin*, costituiscono la primissima applicazione della *blockchain*. Sul tema, oltre agli autori che verranno citati nel prosieguo si vedano, nella dottrina italiana, i seguenti contributi: M. CIANI, *La criptovaluta – Alle radici dell'idea giuridica di danaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2019, I, p. 315 ss.; M. RUBINO DE RITIS, *Obbligazioni pecuniarie in criptomoneta*, in *Giustiziacivile.com*, 2018; V. DE STASIO, *Verso un concetto europeo di moneta legale: valute virtuali, monete complementari e regole di adempimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, p. 747 ss.; R. BOCCHINI, *Sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Dir. inf.*, 2017, p. 27 ss.; G. LEMME - S. PELUSO, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale*, in *Rivista di diritto bancario*, 2016; G. GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del bitcoin: miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema?*, in *Dir. inf.*, 2015, p. 415 ss.; N. VARDI, «*Criptomoneta*» e dintorni: alcune considerazioni sulla natura giuridica dei *bitcoin*, in *Dir. inf.*, 2015, p. 443 ss. Sul rapporto con i sistemi *blockchain*, v. D. FAUCEGLIA, *La tecnologia blockchain: bitcoin e smart contract*, in G. Bruno (a cura di), *Diritto delle comunicazioni*, Giappichelli, Torino, 2019, p. 249 ss.

¹³ Può accadere, molto più raramente, che sia fissato un ammontare massimo di raccolta, legato al numero di *token* che si vorranno immettere sul mercato (il c.d. *hard cap*).

¹⁴ Sul punto, v. P. P. PIRANI, *Gli strumenti della finanza disintermediata: Initial Coin Offering e blockchain*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2019, spec. p. 334.

¹⁵ Il legislatore italiano con il d.l. n. 135 del 2018 (convertito con modificazioni dalla l. n. 12 dell'11 febbraio 2019), all'art. 8-ter, co. 2, afferma che «si definisce "smart contract" un programma per elaboratore che opera su tecnologie basate su registri distribuiti e la cui esecuzione vincola automaticamente due o più parti sulla base di effetti predefiniti dalle stesse. Gli *smart contracts* soddisfano il requisito della forma scritta previa identificazione informatica delle parti interessate, attraverso un processo avente i requisiti fissati dall'Agenzia per l'Italia digitale con linee guida da

all'offerta. Se, viceversa, si sarà raggiunto il termine minimo prefissato, i *token* oggetto dell'offerta verranno attribuiti ai singoli sottoscrittori attraverso il medesimo processo automatizzato garantito dagli *smart contract*¹⁶.

Innanzitutto, va da subito notata la stretta correlazione tra queste nuove forme di appello al pubblico risparmio e la tecnologia *blockchain*, che le rende, di fatto, non solo possibili ma anche efficienti in termini di costi e fattibilità tecnica.

Senza entrare nel merito della discussione riguardante questa nuova tecnologia, la *blockchain* va intesa come «una modalità particolarmente trasparente e decentralizzata per la registrazione di elenchi di transazioni»¹⁷, attraverso un protocollo di comunicazione che si basa su un *database* distribuito, in cui i dati vengono memorizzati su diverse ed autonome macchine, i c.d. nodi, connesse in un rapporto assimilabile, per certi versi, alle reti *peer-to-peer*. Esse sono, letteralmente, delle catene di blocchi che presentano il carattere tipico della disintermediazione, differenziandosi dai tradizionali registri informatici, di natura centralizzata o decentralizzata¹⁸.

Per le caratteristiche tecnico-funzionali che essa presenta, la *blockchain*¹⁹ garantisce immutabilità dei dati inseriti, trasparenza

adottare entro novanta giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto». Sull'applicazione degli *smart contract* nel conterminare settore bancario, sia consentito rimandare a E. BATTELLI, E. M. INCUTTI, *Gli "smart contracts" nel diritto bancario tra esigenze di tutela e innovativi profili di applicazione*, in *Contratto e impresa*, 3, 2019, p. 925 ss.

¹⁶ Per una corretta disamina del funzionamento tecnico delle ICO, v. C. SANDEI, *Initial Coin Offering e appello al pubblico risparmio*, in *Diritto del Fintech*, cit., spec. p. 277 e ss.

¹⁷ P. BOUCHER, *Come la tecnologia blockchain può cambiarci la vita*, Servizio di ricerca del Parlamento Europeo, Febbraio 2017, spec. p. 4.

¹⁸ La *blockchain*, *species* tecnologica del più ampio *genus* della «*Distributed Ledger Technology*», è un sistema distribuito in cui ogni nodo può svolgere una doppia funzione, comportandosi sia come un operatore *client* e sia quale *server*, detentore di una copia del registro in cui è inserito. Questo garantisce una notevole resistenza ad attacchi esterni, in quanto per poter modificare una singola parte della catena, sarebbe necessario ottenere il "consenso" di tutti gli altri nodi o della maggioranza degli stessi, a seconda delle tipologie funzionali prescelte. (cfr. M. IANSITI e K.R. LAKHANI, *The truth about Blockchain*, in *Harvard Business Review*, January – February Issue, 2017).

¹⁹ Nell'ordinamento italiano, il primo comma dell'art. 8-ter del d.l. n. 135 del 2018 definisce le tecnologie basate su registri distribuiti, come «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

delle informazioni concernenti le transazioni compiute lungo la catena e tracciabilità delle operazioni compiute.

Ai fini del presente discorso e anticipando questioni che verranno successivamente analizzate con maggiore accuratezza, è opportuno ricordare che tali sistemi si distinguono in catene «*permissionless*», prive di sistemi centrali di autorizzazione o di preventiva identificazione e «*permissioned*», in cui opera una sorta di filtro centrale che funge da “blocco” di validazione dell’accesso al sistema. Inoltre, va aggiunto che per la realizzazione di una *ICO* si ricorre indistintamente a *blockchain* già esistenti o sistemi nativi, cioè creati appositamente per tali operazioni²⁰.

8.3. Le diverse tipologie di *token*

Alla base di ogni singola *ICO* risiede il processo di «*tokenizzazione*», il quale consiste nella conversione tramite criteri crittografici di diritti di diversa natura in un *token* digitale registrato su un sistema dotato di tecnologia *blockchain*²¹. Il collegamento tra il mondo reale (quindi, il bene o il diritto “*tokenizzato*”) ed il mondo virtuale è rappresentato da uno *smart contract*²².

Sul piano del processo tecnico impiegato, la «*tokenizzazione*» presenta similitudini con il metodo di “creazione” delle *securities* nella sua

sia in chiaro che ulteriormente protetti da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili». Inoltre, il terzo comma sancisce che le validazioni temporali effettuati mediante tali tecnologie producono i medesimi effetti giuridici della validazione temporale elettronica prevista dall’art. 41 del Regolamento (UE) n. 910/2014.

²⁰ Un fenomeno simile ad alternativo è quello delle «*Initial Exchange Offering*» (IEO), attraverso cui l’emittente-offerente raccoglie capitali presso il pubblico offrendo i token in vendita direttamente su un’unica piattaforma di «*exchange*», senza ricorrere ad una preventiva offerta. In questo caso, quindi, i due mercati (primario e secondario) dei token si fondono in un unico momento di emissione ed ammissione ai mercati di *trading*.

²¹ «*Tokenisation* is a method that converts rights to an asset into a digital *token*», ESMA, *op. cit.*, spec. p. 18.

²² In tema si vedano: T. PELLEGRINI, *Prestazioni auto-esecutive. Smart contract e dintorni*, in *Comparazione e diritto civile*, 3, 2019, spec. p. 847-848; N. GUGGENBERGER, *The Potential of Blockchain Technology for the Conclusion of Contracts*, in *Contracts for the Supply of Digital Content: Regulatory Challenges and Gaps*, Aa. Vv., Nomos/Hart ed., 2017, p. 85 ss. E da ultimo per tutti si veda lo studio di M. MAUGERI, *Smart Contracts e disciplina dei contratti*, Il Mulino, Bologna, 2020.

funzione di incorporazione dei diritti all'interno di un singolo certificato²³. In via generale, dunque, il *token* costituisce una rappresentazione digitale e crittografica di specifici rapporti giuridici²⁴. Come si può notare dalle trame del funzionamento tecnico, a monte del pagamento di un corrispettivo, sussiste l'impegno del soggetto emittente di realizzare dei *token*, o più correttamente cripto-attività («*crypto-assets*» nella versione inglese), quali forme digitali rappresentative di diritti connessi ad investimenti in specifici progetti imprenditoriali.

A livello nazionale e sovranazionale, manca una definizione univoca delle cripto-attività a causa della frenetica velocità a cui l'innovazione tecnologica propone prospettive nuove, proprio come sottolineato sia dalla EBA sia dall'ESMA nei loro studi sul tema²⁵.

Sembra, però, condivisibile (e diffusamente condivisa²⁶) la catalogazione proposta dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA) della Svizzera²⁷, sulla base della funzione economica svolta dal *token*. Apprezzabile è stato, infatti, il tentativo di ridurre a grandi categorie il *genus* ampio ed eterogeneo delle cripto-attività, con

²³ È quanto sostenuto anche dalla Consob che afferma che la *tokenizzazione* «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», così Consob, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, Documento per la Discussione, 19 marzo 2019, spec. p. 2.

²⁴ In questi termini si è espresso anche il Trib. di Firenze, sentenza n. 18 del 21 gennaio 2019, in *Dir. Internet*, 2019, p. 337.

²⁵ «Crypto-assets are a type of private asset that depends primarily on cryptography and Distributed Ledger Technology (DLT). There are a wide variety of crypto-assets», così ESMA, *op.cit.*, spec. p. 2. In relazione ai *token* che si sostanziano in strumenti finanziari, l'ESMA propone due approcci differenti: da un lato, introdurre una disciplina speciale che possa tutelare al meglio il consumatore-investitore e dell'altro, l'approccio c.d. di “*Do Nothing*”, vale a dire lasciare che il fenomeno si evolva liberamente (cfr. ESMA, *op. cit.*, p. 40 ss.). Si sottolinea, inoltre, anche la fonte “disintermediata” delle cripto-attività, le quali sono generate diffusamente sulla rete senza l'intervento di una autorità centrale. Questo elemento è fortemente sottolineato dall'EBA. Sul punto, si legge che «crypto-asset [...] is neither issued nor guaranteed by a central bank or public authority and can be used as a means of exchange and/or for investment purposes and/or to access a good or service», EBA, *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*, 9 gennaio 2019, spec. p. 11).

²⁶ La presente tassonomia è ripresa dalle autorità europee negli studi *supra* citati e, tra gli altri, dalla *Financial Conduct Authority* (FCA) del Regno Unito. (cfr. FCA, *Guidance on Cryptoassets*, Policy Statement, luglio 2019).

²⁷ FINMA, *Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle Initial coin offering (ICO)*, 16 febbraio 2018 (disponibile anche in lingua italiana).

la consapevolezza di un aggiornamento - facilmente ipotizzabile - dell'elencazione suggerita, senza alcuna pretesa di tassatività²⁸.

I *token* sono, così, suddivisi in tre categorie: a) i *token* di pagamento (*payment token*), vale a dire le cripto-valute o monete virtuali; b) i «*token* di utilizzo» (*utility token*), ossia quei *token* che attribuiscono al titolare il diritto di utilizzare o di godere di un bene o di un servizio (fisico o digitale) presente o futuro; ed infine, c) i «*token* d'investimento» (*asset* od *investment 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»²⁹. A questa tripartizione³⁰ si affianca la fattispecie aperta dei *token* ibridi, i quali possono combinare al proprio interno funzioni ed elementi tipici delle singole cripto-attività³¹.

La tripartizione qui considerata è confermata anche dalla «Proposta di Regolamento relativo ai mercati delle cripto-attività»³². Le tre categorie, anch'esse fondate sulla funzione economica svolta dai *token*, prendono il nome di a) *token* di moneta elettronica³³, b) *utility token* e c) *token* collegati ad attività. Quest'ultima formulazione, più «ampia» sul piano strettamente terminologico, sembrerebbe corrispondere a tutte quelle attività finanziarie che possano essere rese attraverso un processo di

²⁸ Cfr. G. GITTI, M. MAUGERI e C. FERRARI, *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 1, 2019, spec. p. 97.

²⁹ Così, FINMA, *op.cit.*, spec. p. 3.

³⁰ Come ritenuto dall'Autorità svizzera se i «*payment token*» e gli «*utility token*» puri non possono considerarsi come strumenti finanziari, gli «*asset token*» sono, invece, assimilabili ai valori mobiliari, in quanto costituiscono un valore negoziabile sul mercato, come stabilito dall'art. dell'art. 2, lett. b), della legge svizzera sull'infrastruttura finanziaria. Per una analisi approfondita dell'impostazione seguita dall'Autorità svizzera, v. P. P. PIRANI, *op.cit.*, spec. p. 337 ss.

³¹ G. GITTI (a cura di), *Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1, 2020, p. 13 ss.

³² *Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, Bruxelles, 24.9.2020, COM (2020) 593 def., spec. p. 19 ss.). Questa tassonomia è anticipata con nettezza anche dal *considerando* 9 della Proposta. Senza entrare nel merito dell'analisi del testo, è opportuno, però, sottolineare che la Proposta in esame abbia un campo applicativo definito in «negativo» dall'art. 2 par. 2, applicandosi, difatti, alle sole cripto-attività che non trovino già una cornice legislativa di riferimento in ambito europeo.

³³ Il riferimento sembrerebbe essere orientato maggiormente verso i c.d. «*stable coins*» di recente emersione che presentano minori rischi sotto il profilo della volatilità dei mercati, in quanto fondano il loro prezzo su un mezzo di scambio stabile, come, ad esempio, una moneta fiat.

*tokenizzazione*³⁴, che abbiano un valore stabile e che presentino profili di evidente finanziarietà.

In linea più generale, l'art. 3 della Proposta propone una definizione di «cripto-attività» fortemente descrittiva, quale «una rappresentazione digitale di valore o di diritti che possono essere trasferiti e memorizzati elettronicamente, utilizzando la tecnologia di registro distribuito o una tecnologia analogica»³⁵.

Il problema passa dalla mera classificazione fenomenologica dei *token* alla loro, ben più complessa, qualificazione giuridica. Ulteriore profilo di rischio è quello relativo alla sempre più diffusa ibridazione dei *token* che determina una sempre maggiore complessità di qualificazione giuridica del fenomeno³⁶. Infatti, come si analizzerà in dettaglio successivamente, gli «*utility token*» oltre a concedere il diritto di godimento di un bene o di un servizio, talvolta, possono offrire rendimenti di natura finanziaria che li pongono in una zona di confine tra diversi insiemi di indagine: da un lato, quello, empiricamente più immediato, che li riconduce al loro ambito “consumeristico” di appartenenza e, dall'altro, quello che mira, invece, a verificare la prevalenza della concreta funzione di queste cripto-attività. Nel prosieguo di questo studio, si cercherà di percorrere la prospettiva delineata dal secondo di questi insiemi di indagine.

In considerazione di ciò, al fianco dell'apprezzabile tentativo di ricondurre le varie tipologie di *token* a confini più facilmente adattabili, basandosi sulla loro funzione economica³⁷, resta sempre da chiarire l'aspetto “dinamico” di questi «*crypto-assets*». Infatti, i *token* vivono (spesso, ma non sempre) di due fasi: quella della loro emissione e la

³⁴ Art. 3 n. 3, *Proposta di Regolamento relativo ai mercati delle cripto-attività*, cit.: «un tipo di cripto-attività che intende mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di diverse monete fiduciarie aventi corso legale, di una o più merci o di una o più cripto-attività, oppure di una combinazione di tali attività».

³⁵ Art. 3 n. 2.

³⁶ Per tutti, G. BENEDETTI, *Sull'in-cerchezza del diritto. Dal dogma della certezza a un'ermeneutica critica*, in ID., *Oltre l'incertezza. Un cammino di ermeneutica del diritto*, Bologna 2020, p. 137 ss.

³⁷ Si potrebbe parlare in tal senso di un approccio «*bottom-up*» che si focalizza sulla natura *ex se* dei *token*. Sarebbe, però, preferibile affiancare a questa prospettiva, un metodo di analisi «*top-down*», muovendo dallo studio dei *token* e delle loro funzioni nel mercato secondario di *trading* per poi risalire alla fase iniziale di emissione. A favore di questa impostazione, v. F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2018, p. 3 ss.

successiva fase della loro circolazione e, quindi, della loro negoziabilità su appositi mercati di *exchange*³⁸. Ed allora, appare chiaro che né l'approccio statico né quello dinamico siano sufficienti da soli, ma necessitino inevitabilmente della loro reciproca integrazione per poter offrire una chiave interpretativa "universale" che sappia cogliere le molteplici sfaccettature dei *token*³⁹.

8.4. La posizione della Consob e le questioni aperte

Emerge con evidenza, nella disamina di questo nuovo e scivoloso processo tecnologico, la necessità di risolvere la questione definitoria sul piano, prima, fenomenologico e, poi, giuridico.

Nel nostro ordinamento, il primo tentativo di affrontare il problema qualificatorio delle cripto-attività connesse ad un ICO è riconducibile all'attività compiuta dalla Consob⁴⁰ attraverso la pubblicazione di un iniziale documento per la discussione⁴¹ a cui ha fatto seguito il Rapporto finale del 2 gennaio 2020.

Il punto di vista assunto dalla Consob è stato quello di qualificare le «cripto-attività» come attività diverse dagli strumenti finanziari di cui all'art. 1, co. 2 del TUF e dai prodotti di investimento di cui al co. 1, lettere *w-bis.1*, *w-bis.2* e *w-bis.3* e consistenti nella rappresentazione

³⁸ Sul punto, v. G. GITTI, M. MAUGERI e C. FERRARI, *op.cit.*, p. 99.

³⁹ In questa direzione, v. C. SANDEI, *op.cit.*, spec. p. 290 ss.

⁴⁰ L'autorità italiana, in realtà, aveva già affrontato indirettamente il problema delle ICO in alcuni precedenti provvedimenti volti alla sospensione in via cautelare delle offerte di cripto-attività. Si vedano, in particolare, Delibera Consob n. 20660 del 31 ottobre 2018 (*Togatoken*), Delibere nn. 20740 e 20741 del 12 dicembre 2018 (*Green Earth e Bitsurgetoken*).

⁴¹ Consob, «Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività», *Documento per la discussione*, 19 marzo 2019.

crittografica di diritti connessi ad investimenti in specifici progetti imprenditoriali⁴². Questi *token* devono essere, da un lato, emessi, conservati e trasferiti attraverso sistemi DLT⁴³ e, dall'altro, devono essere negoziati o destinati alla negoziazione in una o più piattaforme di scambio⁴⁴.

Sono, pertanto, esclusi i «*payment token*» e i «*token* di investimento»: i primi per la loro funzione di moneta virtuale; i secondi, invece, per le peculiari caratteristiche che vanno ad integrare le fattispecie degli strumenti finanziari o dei prodotti finanziari⁴⁵.

I *token* delineati dalla Consob rappresentano, quindi, una categoria *ad hoc* e prospettano, così, «la previsione di una disciplina speciale delle cripto-attività»⁴⁶ capace di affrontare al meglio le particolarità del fenomeno.

A dire il vero, i *token* così descritti possono presentare dei profili di analogia con i prodotti finanziari *ex. art. 1, co. 1 lett. u del T.U.F.*⁴⁷, «in quanto comunque caratterizzati dall'investimento di un capitale finanziario, dall'assunzione del relativo rischio e da un'aspettativa di rendimento»⁴⁸. Non viene chiarito, però, se in questi casi vada applicata la disciplina «speciale» prospettata o se sia preferibile ricondurre queste ipotesi a categorie preesistenti, applicando, quindi, la disciplina

⁴² Sul punto, nel Rapporto finale si chiarisce che, onde evitare indebite e preventive esclusioni di *token* non direttamente connessi con specifici progetti imprenditoriali, «si ribadisce la preferibilità di non vincolarsi a definizioni precostituite, potendo trattarsi di progetti in uno stato embrionale così come di attività in uno stato di maggiore avanzamento», Consob, *Rapporto finale*, p.

⁴³ Ciò indica l'esclusività dell'infrastruttura tecnologica di supporto a questo tipo di processi crittografici, diventando elemento costitutivo della stessa fattispecie fornita all'interno del Documento. Il richiamo è generico ed è a tutte le tecnologie dotate di registri distribuiti. Mancano, però, riferimenti tecnici che possano maggiormente specificare le caratteristiche strutturali che questi sistemi di emissione-scambio devono avere. Il rischio, a tal riguardo, è quello di non comprendere nello sforzo regolatorio fenomeni che rispecchiano peculiarità tecnico-informatiche diverse dal disegno regolatorio proposto ma che, invece, coincidono sul piano delle funzioni con gli obiettivi di disciplina perseguiti.

⁴⁴ Cfr. Consob, *Documento per la discussione*, cit., spec. p. 6.

⁴⁵ In questi casi si applicherà la disciplina nazionale ed europea prevista per le fattispecie ad essi riconducibili.

⁴⁶ Consob, *Documento per la discussione*, cit., p. 7.

⁴⁷ Diversa, chiaramente, è l'ipotesi dei *token* che siano totalmente riconducibili ai prodotti finanziari.

⁴⁸ Consob, *Documento per la discussione*, cit., p. 7

“tradizionale” di riferimento. Sembra, piuttosto, che venga definita una sorta di «intersezione tra due insiemi»⁴⁹, potendo rientrare nell’ampia definizione fornita sia i *token* suscettibili anche all’interno della disciplina dei prodotti finanziari sia i *token* che non sono in alcun modo ad essi riconducibili.

Ciò che è certo, invece, è che elemento costitutivo delle cripto-attività sia la loro negoziabilità. Esse, infatti, devono essere destinate alla negoziazione su sistemi di scambio appositamente predisposti, le c.d. piattaforme «*exchange*».

Il limite della negoziabilità dei *token* (attuale o futura) pone delle zone d’ombra all’interno del programma di chiarificazione della Consob. Difatti, come sembra emergere dalle osservazioni compiute in sede di Rapporto finale, non è necessario che il *token* sia già pronto per la negoziazione ma è indispensabile che al momento della sua emissione, all’interno del *white paper*, sia indicata la futura destinazione alla negoziazione⁵⁰.

Aderendo a questa prospettiva, si devono necessariamente escludere dallo schema di regolazione speciale tutti quei *token* che, seppur connessi ad un progetto imprenditoriale, non siano in alcun modo destinati allo scambio.

Un aspetto meritevole di apprezzamento consiste nel tentativo di far rientrare all’interno del paradigma definitorio delineato dalla Consob anche quegli «*utility token*» che siano dotati di prospettive di rendimento finanziario. La Consob ricorda, infatti, che gli investimenti di natura finanziaria riconducibili alla categoria dei prodotti finanziari sono tutte quelle proposte di investimento che implicino la compresenza di tre elementi: (i) l’impiego di un capitale, (ii) la promessa o l’aspettativa di un rendimento di natura finanziaria⁵¹ e, (iii) l’assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all’impiego di capitale.

⁴⁹ G. GITTI, M. MAUGERI e C. FERRARI, *op. cit.*, spec. p. 103.

⁵⁰ Rimane il dubbio circa quei *token* che, sebbene non inizialmente previsti come *token* destinati alla negoziazione, siano successivamente immessi all’interno di sistemi di scambio (cfr. Consob, *Rapporto Finale*, spec. 5-6).

⁵¹ La prospettiva di rendimento deve essere intesa quale eventuale accrescimento della somma investita, senza alcuna prestazione ulteriore se non quella della dazione della somma di danaro. Sul tema, v. Cass. Civ., Sez. II, n. 2736 del 2013 in *Contratti*, 2013, 1105; secondo cui «la causa negoziale è finanziaria [allorquando] 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)

In altri suoi provvedimenti, la stessa Consob aveva già ulteriormente affinato questi criteri valutativi, stabilendo che una operazione presenta gli elementi distintivi di un investimento di natura finanziaria se «l'atteso incremento di valore del capitale impiegato (ed il rischio ad esso correlato) sia elemento intrinseco all'operazione stessa»⁵².

Proprio da quest'ultimo orientamento è possibile ricavare un prezioso corollario che ben si adatta al mercato delle cripto-attività: la causa in concreto⁵³ del contratto può rappresentare una nuova prospettiva di analisi e di qualificazione di questi *token*⁵⁴.

La Consob non si è, però, limitata allo spazio definitorio delle cripto-attività, ma ha voluto inquadrare il fenomeno anche dal lato degli operatori coinvolti. A questo riguardo, si forniscono due distinte definizioni: da un lato, quella della piattaforma coinvolta nella fase di emissione e dall'altro, quella del sistema di scambio adoperato nella successiva fase di negoziazione.

La piattaforma per le offerte di cripto-attività deve essere considerata come «una piattaforma on line che abbia come finalità esclusiva la

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».

⁵² Cfr. Consob, comunicazione n. DTC/13038246 del 6 maggio 2013.

⁵³ Sull'adesione giurisprudenziale a questo nuovo filone interpretativo della causa del contratto, v., *ex multis*, Cass., III sez. civ., sentenza del 08 maggio 2006 n. 104, in *Corriere giur.*, 2006, 1718. La Suprema Corte sostiene, infatti, una ridefinizione della nozione di causa fin ad allora intesa, affermando che «lo scopo pratico del negozio, la sintesi, cioè, degli interessi che lo stesso è concretamente diretto a realizzare (c.d. causa concreta), quale funzione individuale della singola e specifica negoziazione, al di là del modello astratto utilizzato».

⁵⁴ In questo senso, «indispensabile capire quale sia il rapporto negoziale sottostante che giustifica l'emissione del *token* (: la causa negoziale), tenendo presente l'ulteriore (ed eventuale) circostanza, per così dire "estrinseca" al *token*, che questo sia negoziato o destinato alla negoziazione su uno o più sistemi di scambio», M. DE MARI, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offerings (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2, 2019, spec. p. 288.

promozione e realizzazione di offerte di cripto-attività di nuova emissione»⁵⁵. I sistemi di scambio dei *token*⁵⁶, invece, si possono definire come un «insieme di regole e di strutture automatizzate, che consente di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di cripto-attività e di dare esecuzione a dette proposte, anche attraverso tecnologie basate su registri distribuiti»⁵⁷.

In merito al funzionamento delle piattaforme dedicate alle offerte di cripto-attività, viene prospettata l'estensione della normativa prevista per i gestori di portali per la raccolta di capitali di rischio (c.d. piattaforme di *crowdfunding*)⁵⁸, la cui attività è definita dal regolamento Consob n. 18592 del 26 giugno 2013⁵⁹.

La proposta di regolamentazione in esame è orientata all'introduzione di un regime di «*opt-in*»⁶⁰ che lascia al singolo emittente-offerente la scelta di ricorrere, per l'emissione di *token*, a quelle piattaforme così come definite dall'Autorità o, alternativamente, di agire al di fuori di questi confini. L'applicazione della disciplina su base volontaria rischia di offrire un quadro frammentato e pericoloso per l'investitore⁶¹.

⁵⁵ Consob, *Documento per la discussione*, cit., p. 8. In relazione a ciò, va sottolineato che la Consob sembrerebbe prendere in considerazione i soli *token* che siano stati, prima, emessi attraverso una ICO e, poi, successivamente negoziati sui sistemi di scambio. Questo approccio lo si può evincere dallo stesso titolo («*Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*») del documento iniziale della Consob che mette in evidenza la due fasi di emissione e negoziazione quali elementi «costitutivi» del fenomeno.

⁵⁶ Questi sistemi si dividono, a loro volta, in due principali categorie: le piattaforme «*with order book*», cioè sistemi dotati di un *book* di negoziazione, che provvede al *matching* tra gli ordini e le piattaforme di «*direct trading*», che, invece, consentono una negoziazione diretta tra le parti (una sorta di sistema *peer-to-peer*).

⁵⁷ *Ivi*, p. 12.

⁵⁸ Questi soggetti devono rispettare i requisiti indicati all' art. 50-*quinquies* del d. lgs. n. 58 del 1998 (TUF), necessari ai fini della autorizzazione allo svolgimento di questo tipo di attività.

⁵⁹ In ambito europeo, si ricorda il *Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 7 Ottobre 2020 relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*, che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937.

⁶⁰ Sorge spontaneo domandarsi se quei *token* tagliati fuori dalla definizione di cripto-attività vista, possano comunque usufruire di questa disciplina speciale e volontaria per la loro emissione nel mercato primario.

⁶¹ «[...] una disciplina derogabile che mal si accorda con la tutela dell'investitore e che può disorientare e risultare frammentata. Può disorientare tanto gli investitori nella percezione dell'effettiva disciplina applicabile quanto gli stessi enti emittenti i *token*», così M. DE MARI, *op.cit.*, spec. p. 307.

In questo, forse, il documento mostra la sua “debolezza”⁶²: ad un corretto inquadramento fenomenologico e ad un apprezzabile sforzo definitorio non segue un adeguata prospettazione di disciplina che sappia cogliere le evoluzioni del mercato attraverso maglie regolatorie elastiche ma chiare.

È il mercato stesso a richiedere regole ben definite per poter procedere liberamente senza la preoccupazione di incorrere in zone grigie all’interno della cornice normativa⁶³. Allo stesso tempo, sarebbe opportuno non sfociare in un frenetico processo di regolazione che, nel tentativo di anticipare i fenomeni tecnologici, si affatica nel predisporre argini inidonei ai cambiamenti in atto⁶⁴.

⁶² «[...] la proposta regolamentare dell’Autorità di vigilanza appare troppo timida», C. SANDEI, *Le Initial Coin Offering nel prisma dell’ordinamento finanziario*, in *Rivista di dir. civ.*, 2, 2020 spec. p. 415.

⁶³ Altro tema non adeguatamente approfondito è quello attinente alle caratteristiche strutturali e tecniche che i sistemi di DLT impiegati in queste operazioni devono avere. Come si evince dal documento e dalla consultazione pubblica, si auspica l’impiego di sistemi c.d. «*permissioned*» che garantiscono una maggiore sicurezza e tracciabilità delle operazioni. Se è vero che questa soluzione si muove in controtendenza rispetto alle scelte attuali del mercato (le maggiori piattaforme utilizzano reti «*permissionless*») e del principio di neutralità tecnologica, va, parimenti, considerato che soltanto sistemi «*permissioned*» possano garantire sicurezza e trasparenza nelle operazioni. A tal riguardo, a favore di un impianto regolatorio che privilegi sistemi dotati di filtri di controllo, v. A. CAPONERA, C. GOLLA, *Aspetti economici e regolamentari delle «cripto-attività»*, *Questioni di Economia e Finanza*, marzo 2019, spec. p. 35 ss.

⁶⁴ Si sarebbe potuto ipotizzare l’introduzione di un regime di «*regulatory sandbox*», attraverso cui si concede spazio di manovra e di sviluppo agli operatori economici, che si possono avvantaggiare anche di alcune deroghe normative. Questo approccio è diretto a facilitare lo sviluppo di nuovi modelli di business nel settore finanziario, come peraltro già avvenuto con il Decreto-Legge convertito con modificazioni dalla L. 28 giugno 2019, n. 58, che all’art. 36-*bis*, co. 2-*bis* ha previsto un regime autorizzativo favorevole con una durata temporale limitata a diciotto mesi. Per una ricostruzione favorevole a questo approccio regolatorio, v. M. DE MARI, *op.cit.*, spec. p. 308 ss.

L'incertezza delle regole⁶⁵, per la loro molteplicità, variabilità e per l'intrinseca ambiguità dei testi anche di *soft law* proposti, rischia di limitare molto l'efficacia di questi strumenti⁶⁶, proprio a causa della mancanza di un approccio sistematico e della frammentarietà dei modelli propri delle diverse tradizioni nazionali. In misura tutt'altro che marginale, a ciò si associa anche l'incertezza di una politica legislativa oscillante fra la tutela dell'efficienza del mercato (unica finalità del tempo in cui l'Europa era solo una comunità economica) e la necessità di una politica sociale, orientata alla sostenibilità dei nuovi paradigmi e modelli di business (sempre più avvertita nell'attuale contesto socioeconomico)⁶⁷.

Il ripensamento del capitalismo come sino ad ora concepito, passa proprio dall'accettazione del superamento del modello della massimizzazione, senza scrupoli, dei profitti⁶⁸ a favore della promozione di un «valore condiviso»⁶⁹, ovvero di nuovi paradigmi economici che siano sostenibili e sani.

⁶⁵ Per un inquadramento teorico L. GIANFORMAGGIO, *Certeza del diritto*, in *Dig. Disc. Priv. sez. Civ.*, II, Torino, 1988, p. 274 ss. e A. PIZZORUSSO, *Certeza (II. Profili applicativi)*, in *Enc. giur.*, VI, Roma, 1988. Cfr. anche la critica di N. BOBBIO, *La certeza del diritto è un mito?*, in *Riv. int. fil. dir.*, 28, 1951, p. 146 ss. e la sintesi delle "manifestazioni della certeza" operata da M. CORSALE, *Certeza del diritto*, in *Enc. giur.*, 1988, Roma, p. 1203 ss. *Ex multis* si segnalano: F. LOPEZ DE OÑATE, *La certeza del diritto*, Roma, 1942, poi ripetutamente ripubblicato; in particolare, nell'edizione del 1968 (a cura di G. Astuti) si dà conto di alcuni dei saggi che vi fecero seguito, quali quelli (di notevole rilievo) di F. CARNELUTTI, *Nuove riflessioni intorno alla certeza del diritto*, in *Riv. dir. proc.*, 1950, p. 115 ss. A seguire si veda G. LONGO, *Certeza del diritto*, in *Nov. Dig. It.*, III, Torino, 1958, p. 125 ss. Di recente, si veda l'analisi di N. IRTI, *Un diritto incalcolabile*, Giappichelli, Torino, 2016, in specie sul rapporto tra decisione, ambiguità interpretative, schema normativo e fatto concreto, spec. p. 107 ss.

⁶⁶ G. BENEDETTI, «Ritorno al diritto» ed ermeneutica dell'effettività, in ID., *Oltre l'incerteza. Un cammino di ermeneutica del diritto*, cit.

⁶⁷ Rimangono preziose riflessioni quelle contenute in P. BARCELLONA, *Diritto privato e processo economico*, 2^a ed., Jovene, Napoli, 1977, p. 259 ss.

⁶⁸ Il rimando è agli studi di Milton Friedman ed alla sua teoria, da molti poi successivamente condivisa e ripresa, sulla massimizzazione del valore dell'azionista come unica obiettivo e responsabilità di ogni azienda (cfr. M. FRIEDMAN, *The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits*, in *New York Times*, 13 settembre 1970).

⁶⁹ Cfr. R. HENDERSON, *Nel mondo che brucia. Ripensare il capitalismo per la sopravvivenza del pianeta*, Sustain, Luiss University Press, 2020, spec. p. 47 e ss. L'Autrice sostiene l'esigenza di calibrare il nuovo capitalismo verso orizzonti più equi, sostenibili, innovativi ed etici perseguendo il "valore condiviso", ovvero impostare un modello di business che sia al tempo stesso redditizio e giusto per l'ambiente e per la collettività. Sia consentito rimandare anche a R.A. POSNER, *La crisi della democrazia capitalista*, Milano, Egea, 2010, spec. p. 124 ss., il quale invita a ripensare all'impresa e ad

Il mercato delle cripto-attività, nella sua specificità, rappresenta un ripensamento delle tradizionali forme di investimento e di finanziamento, nonché di circolazione dei prodotti finanziari. E dinanzi ad un simile cambiamento, è necessario predisporre un sentiero economicamente e giuridicamente sostenibile.

8.5. Un punto di vista comparato tra primi interventi legislativi e prospettive “caso per caso”

Uno dei primi interventi legislativi volti ad inquadrare il fenomeno e ad offrire una cornice normativa chiara sia per gli operatori che per i singoli investitori, è stato il «*Virtual Financial Asset Act*»⁷⁰ del 1° novembre 2018. La legge in esame disciplina le «*Initial Virtual Financial Asset Offering*», qualificandole come innovativi strumenti di raccolta di risorse attraverso l’acquisto di «*virtual financial asset*» emessi dall’offerente.

La qualifica di «*virtual financial asset*» è subordinata all’approvazione di un’autorità appositamente creata e con specifiche competenza in materia, la «*Malta Digital Innovation Authority*». Si deve, inoltre, notare che sono esclusi da questa disciplina i *token* non negoziati dalle piattaforme di scambio.

I profili di maggiore interesse di questo ambizioso tentativo legislativo sono sostanzialmente due. Il primo riguarda, il c.d. «*white paper*», il quale deve contenere informazioni precise e dettagliate e deve essere preventivamente validato dall’Autorità maltese. L’emittente è, infatti, responsabile dei danni patrimoniali subiti dagli investitori a causa di informazioni fuorvianti od imprecise. L’altro elemento di rilevanza at-

eliminare tutti i corollari “dell’imbroglio contrattualista” e della ricerca esclusiva del “valore per gli azionisti”. Sul tema, ed in particolare sulle deviazioni e sulla crisi del modello societario, per profili più generali ma non del tutto estranei, si veda A. MINGARDI, *La verità, vi prego, sul neoliberalismo*, II ed., Milano, Marsilio, 2019. Nel nostro ordinamento, la prospettiva “proprietaria” ed individualista, che il Codice Civile aveva inteso tutelare e valorizzare, d’altronde, come è noto, ha già conosciuto per altri versi una evidente abrasione nell’affermarsi di un «capitalismo senza capitale» (cfr. J. HASKEL, S. WESTLAK, *Capitalismo senza capitale*, Milano, Franco Angeli, 2018), a seguito dell’impatto sulla disciplina della società azionaria del mercato finanziario e delle conseguenti “alterazioni” dei principi caratterizzanti l’esperienza storica della società.

⁷⁰ L. n. 43/2018 della Repubblica di Malta.

tiene alla istituzione del c.d. «VFA agent» che svolge funzioni sia di *advisory* preventiva che di controllo operativo sull'offerta e l'intera campagna finanziaria, cooperando con l'Autorità competente.

È questo senza dubbio «un tentativo coraggioso che mostra però i suoi limiti»⁷¹, legati ad uno schema normativo eccessivamente rigido e non facilmente adattabile ai costanti mutamenti del mercato delle cripto-attività.

Successivamente, anche la Repubblica di San Marino si è orientata a disciplinare queste complesse operazioni finanziarie, pubblicando il 27 febbraio 2019 il decreto delegato n. 37⁷².

Si disciplinano sia gli «*utility token*»⁷³ sia i «*security token*» che, come ricorda l'art. 9, sono rappresentativi di «a) azioni; b) strumenti finanziari partecipativi; c) titoli di debito dell'emittente».

Al fianco di questi primi tentativi propriamente legislativi, si può diffusamente notare che le varie Autorità europee abbiano assunto un approccio «*soft*» simile a quello adottato dalla Consob, privilegiando una prospettiva casistica.

È, ad esempio, il caso del Regno Unito in cui la «*Financial Conduct Authority*» (FCA) con le sue «*Guidance on crypto-assets*» del luglio 2019 ha proposto un approccio «*case-by-case*» che non esclude la possibilità di qualificare anche gli «*utility token*» quali prodotti finanziari laddove dotati dei caratteri tipici dell'investimento finanziario.

Lo stesso discorso vale anche per l'«*Autorité des Marchés Financiers*» (AMF) francese, che dopo aver avviato una prima consultazione pubblica sul tema nel 2017, è risultata sempre favorevole ad un'analisi basata sul caso specifico per cogliere le sottili differenze tra le tante tipologie di *token*⁷⁴.

L'Autorità di vigilanza tedesca (*BAfin*)⁷⁵ è apparsa meno timida nell'approccio qualificatorio, sancendo con chiarezza che i *token* di investimento che presentino i caratteri degli strumenti di capitale o di debito possono rientrare nella nozione di strumento finanziario, a

⁷¹ P. P. PIRANI, *op. cit.*, spec. p. 348.

⁷² Decreto Delegato 27 febbraio 2019, n. 37 del 2019, «*Norme sulla tecnologia Blockchain per le imprese*».

⁷³ All'art. 8, co. 2 del citato decreto si definiscono dettagliatamente le caratteristiche tecnico-funzionali che i *token* di utilità devono assumere.

⁷⁴ Per un inquadramento degli sviluppi regolatori in Francia, v. G. GITTI, M. MAUGERI e C. FERRARI, *op. cit.*, p. 109 ss.

⁷⁵ Cfr. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFIN), *Initial Coin Offerings: Hinweisschreiben zur Einordnung als Finanzinstrumente*, circolare del 20 febbraio 2018.

patto che essi siano trasferibili, negoziabili sul mercato di capitali e devono incorporare un diritto di natura partecipativa. Inoltre, compiendo un ulteriore passo in avanti, l'Autorità tedesca sembra equiparare le piattaforme di «exchange» ai sistemi multilaterali di negoziazione⁷⁶.

Volgendo, infine, lo sguardo oltreoceano, la «*Security and Exchange Commission*»⁷⁷ statunitense adopera il c.d. «*Howey Test*»⁷⁸ al fine di verificare se una ICO possa considerarsi come l'offerta di un contratto di investimento, con conseguente applicazione della disciplina prevista per le *securities*. Una valutazione che guarda alla “sostanza” dell'operazione e che verifica, caso per caso, la sussistenza di una ragionevole aspettativa di profitto derivante dall'investimento compiuto.

Alla luce delle presenti considerazioni ed in relazione alla transnazionalità del mercato delle cripto-attività, il quadro complessivo appare eccessivamente frammentato e privo di una matrice comune di disciplina. È, forse, proprio questo lo scopo primario da perseguire a livello sovranazionale: superare interventi a macchia di leopardo e orientarsi verso un orizzonte condiviso di regole, che faciliti l'emersione legittima di questi nuovi fenomeni e che offra sponde di tutela efficaci per gli investitori

8.6. L'ambiguità degli «*utility token*». Prospettive di analisi

Si è potuto notare che a livello sia nazionale che sovranazionale si sia cercato di compiere uno sforzo definitorio volto ad inquadrare il complesso fenomeno all'interno di categorie che in alcuni aspetti ricalcano gli antecedenti “tradizionali” ed in altri da essi se ne distaccano⁷⁹.

⁷⁶ Per una analisi dettagliata dell'approccio seguito in Germania, v. E. RULLI, *Incorporazione senza res e dematerializzazione senza accentratore: appunti sui token*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 1, 2019, p. 136 ss.

⁷⁷ Il 3 aprile 2019, la SEC ha pubblicato un documento che sintetizza i parametri per qualificare le operazioni legate ad una ICO quali contratti di investimento finanziario (cfr. SEC, *Framework for “Investment Contract” Analysis of digital asset*, Strategic Hub for Innovation and Financial Technology).

⁷⁸ *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 1946. (Cfr. «a contract, transaction or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party»).

⁷⁹ Sulla necessità di ricondurre queste nuove dinamiche finanziarie entro i confini delle “tradizionali” categorie giuridiche, v. P. CARRIÈRE, *Le “criptovalute” sotto la luce delle*

È sfuggito, però, dai primari obiettivi di regolazione il tema degli «*utility token*» ibridi, e, in particolare, di quelli dotati di (diretta od indiretta) finanziarietà.

Anche la recente «Proposta di Regolamento relativo ai mercati delle cripto-attività» sembrerebbe (ad ora) aver mancato l'occasione di affrontare questo aspetto secondo l'angolo visuale della potenziale funzione finanziaria dei *token* di utilità, dettata, nella prassi, dalla sempre più frequente ibridazione delle loro caratteristiche funzionali⁸⁰. Nella recente Proposta europea, infatti, la prospettiva di indagine rimane altamente descrittiva, non entrando mai nel merito del problema qualificatorio connesso alla combinazione, sul piano pratico, di suddette funzioni.

Appare chiaro, quindi, che se gli *utility token* puri «soddisfano esigenze di consumo del sottoscrittore, senza che l'apporto finanziario sia funzionale alla partecipazione all'iniziativa imprenditoriale dell'emittente o ad operazioni di prestito con obbligo di rimborso a carico dell'emittente stesso»⁸¹, le difficoltà classificatorie si moltiplicano nel caso di *token* di utilità ibridi.

A tal proposito, sorge spontaneo domandarsi se quest'ultimi mantengano la prevalente funzione consumeristica di accesso ad un bene od un servizio anche laddove essi siano negoziati (o destinati al *trading*) sulle piattaforme di scambio e, soprattutto, nell'ipotesi in cui essi siano immessi sul mercato con lo scopo di procurare un incremento di valore nel patrimonio investito dal singolo sottoscrittore.

nostrane categorie giuridiche di "strumenti finanziari", "valori mobiliari" e "prodotti finanziari"; tra tradizione e innovazione, in *Riv. dir. banc.*, 2, 2019, p. 3 ss.

⁸⁰ Volendo esemplificare questi nuovi flussi, si pensi al caso in cui il *token* oltre al tipico diritto di godimento o di uso, attribuisce una forma di rendimento finanziario, quale la partecipazione ai profitti derivanti dal progetto imprenditoriale sostenuto o la previsione di un obbligo di riacquisto che comporti un incremento di valore patrimoniale. Un caso emblematico in questa direzione è rappresentato dai *token* emessi sulla piattaforma *Ethereum*, i c.d. «*Crypto-kitties*». Lanciati nel 2017, avevano la funzione di offrire l'accesso ad un gioco virtuale in cui ogni singolo utente poteva crescere un piccolo gatto "virtuale" (dotato di caratteristiche tali da differenziarlo da qualsiasi altro gatto). Il prezzo iniziale di vendita del singolo *token* si aggirava intorno ai 25 dollari, ma immediatamente dopo la loro prima immissione sulle piattaforme di scambio, il prezzo medio è cresciuto in modo esponenziale (toccando dei picchi di oltre 115mila dollari per ogni singolo "gattino" acquistato). Risulta, pertanto, evidente che nel caso di specie, come in altre ipotesi simili, la funzione di godimento ha ceduto il passo al carattere indirettamente finanziario della operazione.

⁸¹ M. DE MARI, *op.cit.*, spec. p. 293.

Il problema, dunque, si pone proprio con gli «*utility token*» ibridi che, combinando tra loro più funzioni operative, lasciano aperte differenti ipotesi interpretative. Restano, pertanto, operazioni di natura consumeristica o assumono il rango di investimenti finanziari veri e propri⁸²?

In via generale e nell’ottica di un possibile inquadramento degli elementi che vanno a comporre il substrato normativo delle operazioni qui in esame, si è prospettata l’applicazione della disciplina prevista per i contratti conclusi a distanza, così come prevista, nel nostro ordinamento, dal d.lgs. n. 70/2003⁸³. La *ratio* di questa estensione risiede nella circostanza che il contratto di vendita di *token* avvenga in un contesto virtuale, dematerializzato e disintermediato⁸⁴.

Tenendo conto dell’alto tasso di ibridazione che questi *token* possono assumere, è, a maggior ragione, necessario indagare attentamente la causa in concreto dell’operazione finanziaria, verificando l’ulteriore e sempre più ricorrente, elemento della negoziabilità all’interno dei sistemi di scambio⁸⁵.

Infatti, come si è notato, spesso questi *token* dopo essere stati immessi nel mercato “primario” attraverso una ICO, vengono, poi, ammessi all’interno del mercato c.d. “secondario”, composto da apposite piattaforme di *trading*.

Emerge nuovamente l’esigenza di inquadrare il fenomeno nella sua matrice dinamica, ovvero quella legata allo scambio dei *token* al fine di

⁸² «[...] il problema di vertice che da più parti si è posto è se la tokenizzazione valga ad attribuire carattere finanziario alla relazione (di per sé di consumo) che si instaura tra il sottoscrittore e l’emittente», così C. SANDEI, *Initial Coin Offering e appello al pubblico risparmio*, cit., spec. p. 286.

⁸³ Cfr. C. SANDEI, *Le Initial Coin Offering nel prisma dell’ordinamento finanziario*, cit. p. 401 e ss. L’Autrice propone, in aggiunta, l’applicazione anche della disciplina consumeristica dettata dagli artt. 49-59 cod. cons. in relazione ai contratti a distanza, laddove, chiaramente, il sottoscrittore possa considerarsi come un “consumatore” ai sensi della disciplina nazionale ed europea.

⁸⁴ Appare più forzata, invece, l’estensione applicativa della *Direttiva (UE) 2019/770/UE «relativa a determinati aspetti dei contratti di fornitura di contenuto digitale e di servizi digitali»*, sulla base di una distanza fenomenologica tra i contenuti digitali («i dati prodotti e forniti in formato digitale»; art. 2 n. 1 della recente direttiva), i servizi digitali («a) un servizio che consente al consumatore di creare, trasformare, archiviare i dati o di accedervi in formato digitale; oppure b) un servizio che consente la condivisione di dati in formato digitale caricati o creati dal consumatore e da altri utenti di tale servizio o qualsiasi altra interazione con tali dati»; art. 2 n. 2) e i *token* di utilità dotati di una indiretta forma di investimento finanziario.

⁸⁵ Favorevole a questa impostazione, v. M. DE MARI, *op.cit.*, p. 288 ss.

poter comprendere l'effettiva funzione svolta, non limitandola ad una visione parziale e monca di un aspetto operativo determinante⁸⁶.

Sembrerebbe, infatti, da escludersi l'ipotesi per cui gli «*utility token*» dotati di finanziarietà possano essere considerati al pari di semplici *voucher*⁸⁷ che conferiscono al detentore il diritto di godere di determinati beni o servizi. Questa impostazione che ben si adatta alle forme c.d. pure, troverebbe anche una sponda argomentativa nella Direttiva UE 2016/1065⁸⁸ ma difetta di una analisi "sostanziale" utile a cogliere le effettive e concrete potenzialità finanziarie di questi *token*.

Se è vero che l'operazione finanziaria vada considerata nel suo complesso, allora, ci si domanda se la semplice indicazione all'interno del «*white paper*» della negoziabilità (certa o potenziale che sia) dei *token* emessi basti a considerare queste cripto-attività al pari dei prodotti finanziari⁸⁹.

⁸⁶ È, pertanto, auspicabile il riavvicinamento dell'approccio "statico", legato alla funzione economica, con quello "dinamico", connesso alla naturale inclinazione alla negoziabilità di questi nuovi strumenti. A sostegno di un approccio "top-down", specialmente nell'ipotesi di analisi dei *token* di utilità ibridi, v. F. ANNUNZIATA, *Speak, If You Can: What Are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings*, in *European Company and Financial Review*, 2, 2020, spec. p. 142 ss.

⁸⁷ È questo l'approccio adottato dalla Agenzia delle Entrate, per cui l'emissione e la circolazione di *token* di utilità non assumono rilevanza ai fini dell'applicazione dell'IVA. Sul punto, si rimanda alla Risposta n.14/2018 dell'Agenzia delle Entrate. Per un ulteriore inquadramento della disciplina fiscale applicabile, F. ANTONACCHIO, *Initial Coin Offering: riflessi fiscali, antiriciclaggio e di tutela dei mercati finanziari, connessi all'emissione di criptovalute (o cripto-asset)*, in *Riv. dir. tributario*, I, 2019, p. 245 ss.

⁸⁸ Direttiva (UE) 2016/1065 del Consiglio, del 27 giugno 2016, recante modifica della direttiva 2006/112/CE per quanto riguarda il trattamento dei buoni. La direttiva qualifica i cd. *voucher* come strumenti validi ad essere impiegati come corrispettivo per la prestazione di un servizio o la cessione di un bene.

⁸⁹ L'art. 1, co. 1 lett. u del T.U.F stabilisce che debbono considerarsi come prodotti finanziari, «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». Come si può osservare, la definizione fornita risulta essere una nozione ampia, elastica, adattabile a fenomeni tra loro differenti ed altamente funzionale. Anche la giurisprudenza nazionale ha qualificato come operazioni aventi natura finanziaria ipotesi apparentemente molto lontane. È il caso, a titolo esemplificativo, delle opere d'arte vendute ad un prezzo scontato con la facoltà attribuita all'acquirente di rivenderle ad un prezzo maggiorato. In questa ipotesi, si è dato rilievo al carattere marcatamente finanziario dell'operazione, imponendo, pertanto, l'applicazione della disciplina finanziaria prevista in sede nazionale ed europea (cfr. Cass. civ., sez. II, n. 5911/18, in *ilcaso.it*).

La ragione di questo interrogativo risiede nella possibilità che nel documento iniziale di offerta venga prevista l'amissione dei *token* alla negoziazione all'interno delle piattaforme di «*exchange*», avvicinando queste crypto-attività alla categoria "aperta" dei prodotti finanziari, anche nella prospettiva visuale del singolo investitore⁹⁰.

Di conseguenza, se si dovesse ritenere accertata la natura finanziaria dell'operazione⁹¹, il problema ulteriore sarebbe quello di inquadrare correttamente il *token* all'interno dei «microinsiemi che compongono l'arcipelago disegnato dal TUF»⁹².

Pertanto, è necessario comprendere in dettaglio il funzionamento tecnico di queste operazioni finanziarie, per poter ricavare gli elementi rilevanti ai fini della collocazione giuridica di questi *token*.

Va osservato che questi «*utility token*» ibridi sono solitamente emessi in massa, in forme e modalità standardizzate e sono destinati alla negoziazione sui sistemi di «*exchange*»⁹³. Sono queste caratteristiche che avvicinerebbero significativamente tali crypto-attività alla categoria dei valori mobiliari⁹⁴ ex art. 1, co. 1-bis, TUF⁹⁵.

⁹⁰ È quanto sostenuto anche dall'ESMA che, nel suo studio sul fenomeno, afferma: «also, while certain crypto-assets are outside of the scope of EU financial regulation, they may still be perceived as security-like investments by retail investors, e.g., due to the possibility of trading them on secondary markets»; cfr. ESMA, *op.cit.*, spec. p. 13.

⁹¹ Chiaramente la qualificazione dei *token* ibridi (emessi tramite una apposita ICO) come prodotti finanziari dovrebbe comportare l'applicazione della disciplina prevista dagli artt. 93-bis e ss. del TUF in tema di offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita.

⁹² C. SANDEI, *Initial Coin Offering e appello al pubblico risparmio*, cit., spec. p. 294.

⁹³ Per un inquadramento (scettico) di questi *token* ibridi e della disciplina europea, v. P. HACKER e C. THOMALE, *The Crypto- Security. Initial Coin Offerings and EU Securities Regulation*, in AA. VV., *Regulating Blockchain: Techno-Social and Legal Challenges*, p. 241 ss.

⁹⁴ Anche l'ESMA sembra non escludere questa ipotesi, rimarcando la forte standardizzazione dei *token* e la loro connaturata funzione di negoziabilità all'interno dei mercati di *trading* (cfr. ESMA, *op. cit.*, p. 19 ss.). In questo senso v., E. RULLI, *op. cit.*, spec. p. 150. L'Autore sostiene, infatti, che «sia lecito sostenere che i *token* di investimento standardizzati, trasferibili, negoziabili su di un mercato digitale la cui esistenza non può essere negata, siano potenzialmente riconducibili alla fattispecie dei valori mobiliari e, per il tramite di questa, rientrare nella nozione di strumento finanziario».

⁹⁵ «Per "valori mobiliari" si intendono categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio: a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e ricevute di deposito azionario; b) obbligazioni e altri titoli di debito, comprese le ricevute di deposito relative a tali titoli; c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere i va-

Come si evince dalla norma, la negoziabilità dei valori mobiliari deve avvenire all'interno di specifici "mercati di capitali". Il corollario di interrogativi che discende dalla potenziale applicazione della suddetta disciplina, abbraccia il tema della qualificazione delle piattaforme di «exchange» e della loro riconducibilità al dettato regolatorio derivante dalla MIFID II e, in particolare, dal titolo II della direttiva⁹⁶.

Si deve osservare, da subito, che queste piattaforme possono essere sia "decentralizzate"⁹⁷ sia "centralizzate", ovvero sistemi che operano sia come piattaforme di *trading* sia come fornitori di servizi di custodia (c.d. servizi di *wallet*). Se le piattaforme "decentralizzate" non possono considerarsi, ad oggi, come sedi di negoziazione legittime⁹⁸, le piattaforme "centralizzate", invece, potrebbero considerarsi assimilabili ai "sistemi multilaterali di negoziazione"⁹⁹ od ai "sistemi organizzati di negoziazione"¹⁰⁰ per le loro peculiarità tecniche.

lori mobiliari indicati alle lettere a) e b) o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure».

⁹⁶ Sembrerebbe da escludersi, infatti, l'estensione della disciplina prevista per i c.d. "mercati regolamentati" (art. 1, co. 1, lett. w-ter, TUF), non presentando le caratteristiche richieste anche dal titolo III della direttiva MIFID II.

⁹⁷ Le piattaforme "decentralizzate" agiscono come meri strumenti di *matching* per le offerte di acquisto di *token*, non conservano dati delle transazioni e non svolgono attività di custodia per i singoli investitori.

⁹⁸ Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 3, 2018, p. 21 ss.

⁹⁹ «"sistema multilaterale di negoziazione": un sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti conformemente alla parte II e alla parte III»; art. 1, co. 5-*octies*, lett. a), TUF.

¹⁰⁰ «"sistema organizzato di negoziazione": un sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o da un sistema multilaterale di negoziazione che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissioni e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti conformemente alla parte II e alla parte III», art. 1, co. 5-*octies*, lett. b), TUF.

Questa impostazione sembra essere avallata anche dall'ESMA¹⁰¹ e permetterebbe di conciliare (o quantomeno mitigare) anche l'obbligo di gestione accentrata dettato dalla sezione II del titolo II-*bis* del TUF¹⁰².

Rimanendo focalizzati sugli aspetti pratico-funzionali, si potrebbe, infine, sostenere che questi *token* ibridi che, oltre alla funzione consumistica di godimento del bene o servizio, offrono anche un rendimento di natura finanziaria, talvolta sotto forma di diritto di partecipazione, possano essere accostati agli strumenti finanziari partecipativi *ex art.* 2346 c.c., *ult.co*¹⁰³.

Tale accostamento potrebbe svincolare, di fatto, il problema qualificatorio degli «*utility token*» ibridi dalle maglie rigide delle classificazioni precedentemente analizzate, verso un inquadramento maggiormente flessibile e più aderente alla reale funzione economica di questi strumenti. In tal modo, ci si distaccherebbe anche dal vincolo “interpretativo” costituito dalla negoziabilità dei *token* all'interno delle apposite piattaforme, concentrando, invece, l'attenzione sulla natura dei diritti che vengono attribuiti tramite tali operazioni.

La giustificazione a una siffatta ricostruzione, difatti, potrebbe risiedere non soltanto sulla indiretta finanziarietà di queste cripto-attività ibride, ma anche sulla loro caratteristica di poter attribuire fasci di diritti (specialmente patrimoniali, ma anche amministrativi) connessi

¹⁰¹ ESMA, *op. cit.*, p. 25 ss. Per un confronto tra piattaforme centralizzate e decentralizzate, *ivi*, p. 44 ss.

¹⁰² Bisogna considerare la necessità di ridefinire le regole preesistenti adattandole alle mutate esigenze del mercato finanziario. In questo senso, probabilmente, molto significative saranno le implicazioni che deriveranno dall'implementazione e dai successivi passaggi evolutivi della «Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ad un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito» COM (2020) 594 def. Sul punto, l'art. 2(3), propone una definizione di «sistema multilaterale di negoziazione DLT (MTF DLT)», quale un «sistema multilaterale di negoziazione, gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato, che ammette alla negoziazione solo valori mobiliari DLT e che può essere autorizzato, sulla base di regole e procedure trasparenti, non discrezionali e uniformi, a: (a) assicurare la registrazione iniziale dei valori mobiliari DLT; (b) regolare le operazioni in valori mobiliari DLT contro pagamento; e (c) prestare servizi di custodia in relazione ai valori mobiliari DLT o, se del caso, ai relativi pagamenti e garanzie reali, utilizzando il sistema multilaterale di negoziazione DLT».

¹⁰³ «Resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione».

ad uno specifico progetto imprenditoriale. In tal senso, sarà utile verificare se la prassi di mercato vada a confermare questo profilo di indagine, il quale potrebbe offrire ulteriori spunti di delucidazione sul consequenziale problema della circolazione di questi *token*¹⁰⁴.

Alla luce di queste considerazioni, in assenza di un dettagliato ed esaustivo intervento legislativo a livello nazionale ed internazionale data la trasversalità del fenomeno in esame, la prospettiva di analisi non potrà che seguire un approccio caso per caso che miri a verificare nell'ambito degli «*utility token*» ibridi la prevalenza della funzione finanziaria rispetto all'elemento meramente consumeristico di godimento del bene o servizio, tenendo conto del complesso dell'operazione effettuata, privilegiando, dunque, un criterio "sostanziale" che superi la mera "forma" della terminologia impiegata.

8.7. Riflessioni conclusive: quale futuro per il mercato delle cripto-attività?

È indubbio che queste innovative iniziative finanziarie possano presentare considerevoli vantaggi per gli operatori economici, costituendo una valida e reale alternativa alle tradizionali forme di finanziamento e permettendo una raccolta di risorse finanziarie rapida, disintermediata, ed efficiente.

Elemento centrale delle «*Initial Coin Offering*» ed in generale dell'intero mercato delle cripto-attività, è la tecnologia impiegata. Si è detto in apertura che senza il ricorso ai sistemi dotati di tecnologia DLT, tra cui la "celebre" *blockchain*, simili operazioni sarebbero non solo estremamente onerose e complesse, ma anche e soprattutto, impossibili. L'infrastruttura tecnologica utilizzata riduce notevolmente i costi di intermediazione, tipici di siffatte operazioni finanziarie e rende facili ed immediate queste transazioni.

Ulteriore aspetto da dover considerare è la sempre maggiore liquidità del mercato delle cripto-attività, specialmente nella fase secondaria di negoziazione all'interno di specifici sistemi di *trading* e negoziazione.

¹⁰⁴ L'art. 2346, ult.co. lascia, infatti, notevole autonomia allo statuto in merito alle modalità di emissione di questi strumenti partecipativi, alla natura dei diritti concessi e alle condizioni della loro circolazione, rendendoli, di fatto, strumenti molto flessibili che ben si adattano alle mutevoli necessità economico-aziendali.

Al fianco degli evidenti aspetti positivi, si nascondono, però innegabili criticità. Sorvolando sulla natura fraudolenta delle prime ICOs¹⁰⁵, bisogna, innanzitutto, sottolineare che queste siano solitamente operazioni caratterizzate da una forte asimmetria informativa¹⁰⁶ che gioca a favore dell'emittente/offerdente, a discapito dell'esigenza di sicurezza e trasparenza¹⁰⁷, imprescindibile in un settore delicato come quello degli investimenti finanziari.

Dunque, l'assenza di un quadro giuridico esaustivo ed uniforme impedisce di fornire una «efficace tutela legale e/o contrattuale degli interessi degli investitori»¹⁰⁸, lasciando tutt'oggi il fenomeno in una zona d'ombra.

In considerazione dei primi interventi legislativi adottati a livello europeo ed internazionale ed alla luce delle osservazioni compiute, le linee direttive da poter seguire sembrano essere principalmente tre: i) riadattare le regole preesistenti, facendo rientrare questi fenomeni nella legislazione in materia finanziaria; ii) adottare una prospettiva casistica, che valuti la singola operazione nel suo complesso al fine del più corretto inquadramento giuridico, ed, infine, iii) predisporre una regolamentazione *ad hoc*, sul modello della Proposta di regolamento citata.

In conclusione, al di là di quello che sarà l'approccio adottato, è sempre utile rimarcare l'opportunità di conoscere prima il fenomeno

¹⁰⁵ Infatti, la possibilità di compiere queste operazioni in via del tutto anonima, ricorrendo a sistemi «*permissionless*», privi di qualsiasi forma di controllo, facilita il perseguimento di finalità fraudolente.

¹⁰⁶ I prospetti informativi, infatti, non sono sempre dettagliatamente definiti e lasciano spesso dubbi interpretativi riguardo la natura dei *token* emessi ed in merito alle (eventuali) modalità di negoziazione. A tal riguardo, l'art. 7 della citata Proposta di Regolamento sul mercato delle cripto-attività, non impone una preventiva approvazione del «*white paper*» da parte delle autorità competenti, ma la semplice comunicazione venti giorni prima della pubblicazione. Sarebbe stato, forse, più opportuno allineare questi aspetti ai ben più rigidi schemi in tema di prospetto ed offerta al pubblico di prodotti finanziari per evitare inefficaci discrasie.

¹⁰⁷ «Non sono previsti meccanismi di tutela degli investitori o dei creditori dell'organizzazione», così P. P. PIRANI, *op.cit.*, spec. p. 344.

¹⁰⁸ S. COMELLINI, M. VASAPOLLO, *Blockchain, Criptovalute, I.C.O. e Smart Contract*, Soluzioni di Diritto, Maggioli ed., 2019, spec. p. 55. Non va, inoltre, dimenticata l'esigenza di tutela del consumatore, il quale, specialmente nel caso di *token* di utilità, assume la veste «ibrida» di acquirente-investitore. Sul punto, v., EBA, *op. cit.*, p. 15 ss.

sul piano tecnico-operativo per poi operare in sede legislativa le desiderate trasformazioni. Come d'altronde ricordava Catone il Censore, «*rem tene, verba sequentur*»¹⁰⁹.

¹⁰⁹ G. G. VITTORE, *De inventione*, in *Ars rhetorica*, p. 374.

