
Guida alle cryptovalute. Inquadramento giuridico e cryptofunding

L'importanza del principio della prevalenza della sostanza sulla forma

Come esplicito nel precedente approfondimento¹, il termine criptovaluta racchiude un universo di protocolli differenti per:

- scopo;
- governance;
- funzione;
- struttura tecnica.

Sotto il profilo strettamente giuridico, la classificazione risulta particolarmente ostica in quanto le rigide categorie del diritto, mal si conciliano con la flessibilità dell'informatica, la quale consente di elaborare strumenti idonei ad assolvere numerosi scopi contemporaneamente e, di conseguenza, aventi natura ibrida.

Le cryptovalute, in altri termini, possono rappresentare una proprietà ma conferire altresì diritti di voto, diritti patrimoniali, alla prestazione di servizi o al ricevimento di beni ecc.

Per questo la posizione assunta per prima in materia dalla SEC (*United States Securities and Exchange Commission*), con il Report del 25/7/2017, appare tutt'oggi una delle più valide.

La SEC, in particolare, nel valutare la riconducibilità o meno dell'attività posta in essere dalla DAO (*Decentralized autonomous organization*) nell'ambito del collocamento di strumenti finanziari e,

¹ BERTOLINI G. (2019), "GUIDA ALLE CRIPTOVALUTE – Definizione e classificazioni", Opinio Juris.

conseguentemente, poter vagliare l'applicabilità della “*Securities Law*”, si è appellata ai principi articolati in una decisione della Corte Suprema statunitense del 1946 (caso SEC v. W. J. Howey Co), principi oggi conosciuti come il test Howey². Precisamente, secondo la SEC:

- non è necessario che l'investimento sia “monetario”, ma può essere effettuato con altra tipologia di contribuzione di valore;
- l'investimento deve essere effettuato con un'aspettativa di profitto (che generalmente possono essere dividendi, pagamenti periodici, incremento di valore);
- l'aspettativa di ritorno dell'investimento deve dipendere da sforzi gestionali altrui.

Come ribadito nel dicembre 2017 dal *chairman* della SEC³, al momento della valutazione risulta fondamentale l'applicazione del c.d. “**principio della prevalenza della sostanza sulla forma**” dovendosi avere riguardo cioè per l'uso che in concreto viene fatto del *token* e non meramente per quello prospettato dal venditore. Negli U.S.A., tale orientamento ha determinato l'applicazione della U.S. Security Law non solo a tutte quelle ICO che enfatizzano i potenziali profitti dell'investimento derivanti dagli sforzi imprenditoriali o manageriali di terzi ma altresì ai casi in cui si cerca di enfatizzare l'uso “commerciale” del *token* proposto,

² Precisamente, la DAO era un'organizzazione creata su Blockchain Ethereum e caratterizzata dal fatto di non essere formalmente definita (non aveva infatti sede, né personalità giuridica, né veri e propri amministratori). Per l'avvio della DAO erano stati seguiti tutti i passaggi attualmente adottati delle imprese tecnologiche su base *blockchain*: creazione di un sito Internet per fornire informazioni, redazione di un *whitepaper* in cui viene descritto il progetto, *audit* del codice sorgente degli *smart contracts* utilizzati, accordi con alcuni *exchange* per permettere lo scambio dei DAO *token* una volta acquisiti, lancio della ICO ecc.. Obiettivo della DAO era quello di raccogliere capitali (tramite lo scambio dei propri *token* a fronte di ETH) da investire su progetti che venivano previamente vagliati da un comitato e successivamente sottoposti alla votazione fra i possessori dei *token*. Nel giro di pochi mesi i fondatori della DAO erano riusciti a raccogliere circa 150 milioni di dollari, senonché, il 18 giugno 2016, veniva violato l'indirizzo in cui erano allocati gli ETH ricevuti dall'organizzazione ed in poche ore venivano trafugati circa 70 milioni di dollari. La vicenda portò al *fork* della Blockchain Ethereum e alla nascita di Ethereum classic.

³ Cfr. compiutamente in CLAYTON J., SEC Chairman, “Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings”, SEC, 2017: <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11>

parallelamente accentuando il potenziale di vendita su mercati secondari e prospettando così la possibilità di generare profitti da tali rivendite⁴.

Possibile inquadramento giuridico

Ebbene:

- prendendo a riferimento la complessa ricerca e classificazione effettuata dall'università di Zurigo⁵;
- applicando il “principio della prevalenza della sostanza sulla forma”, dunque, attenzionando lo scopo che una criptovaluta è idonea ad assolvere;

occorre anzitutto rilevare che, ognuna di esse può fungere da **mezzo di pagamento contrattuale**⁶ la cui validità dipende esclusivamente dall'ampiezza del *network*, ossia dal numero di utenti.

Nell'archetipo di **criptovaluta** (per antonomasia) ossia di *token* con l'ambizione di divenire una valuta digitale globale, rientrano evidentemente Bitcoin, Ethereum, Bitcoin Cash ecc., quelle cioè fondate su una *blockchain* decentralizzata e pubblica, in ragione della quale non vi è alcun ente di riferimento nei confronti del quale il singolo utente possa avanzare pretese. A questo archetipo è pienamente accostabile la definizione fornita dal Legislatore italiano, nel luglio 2017: “*rappresentazione digitale di valore, non emessa da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegata a*

⁴ Dall'applicazione della Securities Law deriva l'obbligo per l'ente emittente di registrare le offerte e vendite degli strumenti e, correlativamente, l'obbligo di registrazione per le *exchange platforms* che listano i suddetti token quali “*national securities exchange*”.

⁵ OLIVEIRA L., ZAVALOKINA L., BAUER I., SCHWABE G. (2019), "To Token or not to Token: Tools for Understanding Blockchain Tokens", Università di Zurigo: <https://www.zora.uzh.ch/id/eprint/157908/1/To%20Token%20or%20not%20to%20Token%20Tools%20for%20Understanding%20Blockchain%20Toke.pdf> esplicita, unitamente ad altri elementi, nell'articolo di cui alla nota 1.

⁶ La prima pronuncia ufficiale in Europa è stata della Corte di Giustizia Europea – causa n. C-264/14, sentenza del 22/10/2015 (c.d. Hedquist), sebbene si riferisca specificatamente a Bitcoin.

Sito web: www.opiniojuris.it

Info e contatti: info@opiniojuris.it

Redazione: redazione@opiniojuris.it

Coordinatore sezione Opinio : Dott. Domenico Nocerino

Coordinatore sezione Jus : Avv. Domenico Pone

una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente⁷”.

I **payment token** nascono invece per essere utilizzati come metodo di pagamento interno ad un'applicazione (c.d. DAPP) e, dunque, risultano del tutto assimilabili alla moneta elettronica, descritta dal TUB (Testo Unico Bancario) come: *“il valore monetario memorizzato elettronicamente, ivi inclusa la memorizzazione magnetica, rappresentato da un credito nei confronti dell'emittente che sia emesso per effettuare operazioni di pagamento (...) e che sia accettato da persone fisiche e giuridiche diverse dall'emittente”⁸.*

Questi *token* possono avere valore stabile (come nel caso di LBRA⁹) o meno (come nel caso di XLM¹⁰), a seconda che sia posto o no un collaterale in valuta fiat o in altri beni.

In base alla specifica strutturazione del *network* e alle finalità perseguite, per la loro emissione e gestione in U.e. dovrebbe quindi essere necessaria la licenza:

- bancaria¹¹ (come nel caso di Libra);
- di istituto di pagamento o
- di istituto moneta elettronica¹².

⁷ Articolo 1, comma 2 lettera qq), del decreto legislativo 21/11/2007, n. 231, come modificato dal D.lgs n. 90 del 2017 in attuazione della direttiva (UE) 2015/849 (c.d. AMLD4) relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo e recante modifica delle direttive 2005/60/CE e 2006/70/CE e attuazione del regolamento (UE) n. 2015/847 riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e che abroga il regolamento (CE) n. 1781/2006. (17G00104) (GU Serie Gen. n.140 del 19-06-2017 - Suppl. Ord. n. 28); Decreto entrato in vigore il: 04/07/2017.

⁸ Art. 1 c. 2 lett. h ter.

⁹ Il *token* annunciato da Facebook e il cui *white paper* è disponibile all'indirizzo <https://libra.org/en-US/white-paper/>

¹⁰ Il *token* della piattaforma Stellar Lumens, sviluppata per collegare più agilmente banche, sistemi di pagamento e persone.

¹¹ Cfr. BANCA D'ITALIA (2019), “Come intraprendere l'attività bancaria in Italia”: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/business-in-italia/attivita-bancaria/index.html>

¹² Cfr. BANCA D'ITALIA (2019), “Come intraprendere l'attività di un istituto di pagamento o di un istituto di moneta elettronica in Italia”: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/business-in-italia/attivita-istituto->

Nella categoria dei **titoli di credito ex. art. 1992 c.c.** possono rientrare invece:

- gli **equity token**, giacché il loro scopo è conferire al titolare il diritto a guadagni sulla base del capitale detenuto, derivanti ad esempio da un'applicazione o una piattaforma;
- gli **asset token**, i quali conferiscono la proprietà di un bene.

In altri termini, così come i titoli di credito – nelle varie forme di titoli cambiari, obbligazionari, prestito, partecipazione, rappresentativi di merci e titoli di legittimazione – conferiscono al possessore, previa loro presentazione, il diritto alla prestazione indicata, i *token* conferiscono il diritto che il *distributed ledger* su cui sono implementati gli ha attribuito per mezzo di *smart contract*¹³.

Il Libra Investment Token ad esempio, secondo quanto indicato nel *white paper*, sarà legato ai rendimenti dei titoli di stato acquistati e conservati dalla Libra Reserve e verrà distribuito ai *Funding Members* della Libra Association per il contributo offerto alla gestione del protocollo.

Per i *token* assimilabili a strumenti finanziari o prodotti di investimento assicurativi e pre-assemblati (PRIIP, PRIP e IBIP), la disciplina applicabile è quella prevista nel TUF e nelle direttive e regolamenti emessi dall'Unione Europea.

Ciascuna delle suddette criptovalute può altresì fungere da:

[imel/index.html?fbclid=IwAR2ySGiAg3P_v6u8y2NGzSnYZs3Hqüb6P2t71inXnE2SsCPXSJsQQqiAe4#faq8761-1](http://www.imel/index.html?fbclid=IwAR2ySGiAg3P_v6u8y2NGzSnYZs3Hqüb6P2t71inXnE2SsCPXSJsQQqiAe4#faq8761-1)

Per un'analisi dettagliata si rimanda a SERVIZI DI PAGAMENTO.eu (2018), "Il quadro normativo degli istituti di pagamento e di moneta elettronica alla luce della nuova PSD2": http://www.servizidipagamento.eu/Documenti/quadro_normativo_IP-IMEL.pdf

¹³ Trattasi di un programma che permette al *distributed ledger* di effettuare automaticamente determinate azioni all'avverarsi delle condizioni predeterminate dalle parti. Non essendo previsto alcun intervento umano nelle fasi successive alla programmazione dello *smart contract*, esso deve essere realizzato in maniera estremamente precisa con riferimento a condizioni e relative conseguenze che ne devono scaturire ("If-this-then-that", "se accade ciò allora succede questo"). Per un'analisi approfondita si rimanda all'articolo di cui alla nota 1.

Sito web: www.opiniojuris.it

Info e contatti: info@opiniojuris.it

Redazione: redazione@opiniojuris.it

Coordinatore sezione Opinio : Dott. Domenico Nocerino

Coordinatore sezione Jus : Avv. Domenico Pone

- **voting token** nella misura in cui conferisca diritto di voto al titolare (nelle forme indicate dall'art. 2351 c.c.);
- **work token** ossia da **ricompensa** per gli utenti che compiono determinate azioni o esibiscono certi comportamenti.

Un esempio è BNB, il *token* dell'*exchange* Binance, il cui possesso in un certo ammontare e per un certo periodo di tempo, conferisce il diritto ad una riduzione delle commissioni di cambio.

- **consensus token** ossia come **ricompensa** per i nodi che garantiscono la convalida dei dati e il consenso nel *network*.

I bitcoin (criptovaluta) hanno anche questa funzione, in quanto il *network* è gestito e implementato in via diffusa, da tutti coloro che offrono la potenza computazionale dei propri dispositivi (c.d. *hashrate*) per validare le transazioni (attività denominata *mining*).

Sovente, i *miner* “uniscono” il proprio *hashrate* dando vita a un c.d. *pool*, al fine di avere una maggiore probabilità di validare un intero blocco di transazioni (ogni 10 minuti) e, dunque, ricevere una *reward* più ingente sotto forma di nuovi bitcoin.

Attualmente corrisponde a 12,5 bitcoin e, in caso di attività in *pool*, essi vengono suddivisi in modo proporzionale al contributo di ciascun *miner*.

Poiché più grande è il *pool*, più i guadagni di un membro sono stabili e prevedibili, quelli cinesi sono maggiormente attrattivi rispetto ad altri e ciò ne determina l'ingrandimento progressivo nel tempo.

Cryptofunding

Ognuna delle suddette criptovalute, può inoltre essere adoperata dall'emittente come **funding token**, ossia come veicolo per finanziare il proprio progetto.

Le *Initial Coin Offering* (ICO) e le *Security Token Offering* (STO) rappresentano oggi il sistema di finanziamento privilegiato dalle aziende in ambito Fintech.

Dopo un iniziale boom delle ICO non regolamentate, fra il 2017 e il 2018, il quale ha tuttavia determinato l'insorgenza di numerose

truffe ai danni dei risparmiatori, le autorità di ogni parte del mondo sembrano ormai concordi sulla necessità di stabilire dei parametri per le cripto-attività, che contemperino da un lato maggiori garanzie per gli utenti e dall'altro una certa flessibilità in considerazione della natura globale e sempre più decentralizzata di tali operazioni.

Le iniziative a livello europeo

L'ESMA ha elaborato un *advice*¹⁴ per la Commissione europea riguardante in particolare le problematiche di applicazione della disciplina sui servizi di investimento per i *token* qualificabili come strumenti finanziari. Il documento affronta in forma sintetica anche il tema dei *token* che non si qualificano come strumenti finanziari, raccomandando una regolamentazione ad *hoc* senza, tuttavia, proporre univoche scelte normative.

A livello di singoli paesi membri, le iniziative più significative risultano essere quelle di Francia, Regno Unito e Malta. Un loro rapido *excursus* sarà utile a contestualizzare le linee guida emesse in Italia dalla Consob, che verranno esaminate nell'ultimo paragrafo.

Francia

Tenuto conto della specifica disciplina per i prodotti, diversi dagli strumenti finanziari MiFID (denominati “*biens divers*”) introdotta nel 2014, l'AMF ha pubblicato con specifico riferimento alle ICOs, il 26 ottobre 2017, un *discussion paper*¹⁵ e successivamente, il 22 febbraio 2018, un documento di sintesi delle risposte pervenute ad esito della consultazione del mercato¹⁶. Nel suddetto documento,

¹⁴ Documento consultabile all'indirizzo https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf

¹⁵ Documento consultabile all'indirizzo https://www.amffrance.org/en_US/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee2017?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F5097c770-e3f7-40bb-81ce-db2c95e7bdae

¹⁶ Documento consultabile all'indirizzo

l'Autorità francese ha individuato un approccio regolamentare basato su uno schema di autorizzazione opzionale.

Questa ipotesi prevede che i promotori dell'ICO possano:

- decidere di richiedere l'autorizzazione all'AMF che rilascerà il visto o
- non richiedere autorizzazione all'AMF.

In tale prospettiva offerte formalmente non autorizzate non sarebbero vietate, ma dovrebbero, se presentate in Francia, contenere necessariamente un avvertimento che indichi chiaramente l'assenza di visto della AMF.

Regno Unito

La *task force* congiunta fra HM Treasury, Financial Conduct Authority (FCA) e Bank of England, ha elaborato ad ottobre 2018 un rapporto nel quale, dopo avere esaminato i rischi e i potenziali benefici dei crypto-asset e dell'uso di tecnologia *distributed ledger*, ha esposto il piano di azione dell'Autorità.

A seguito di tale documento, il 23 gennaio 2019, FCA ha avviato una consultazione pubblica (che si chiuderà il prossimo 5 aprile) sulla *Guidance on Cryptoassets*¹⁷, con l'obiettivo di chiarire agli operatori di mercato in quale regolamentazione ricadono le diverse tipologie di *crypto-asset*.

Malta

Il 4 luglio 2018 il Parlamento ha approvato la nuova legge "AN ACT to regulate the field of Initial Virtual Financial Asset Offerings

https://www.amf-france.org/en_US/Publications/Consultationspubliques/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2Fa9e0ae85-f015-4beb-92d2ece78819d4da

¹⁷ Si veda all'indirizzo <https://www.fca.org.uk/publications/consultation-papers/cp19-3guidance-cryptoassets>

and Virtual Financial Assets and to make provision for matters ancillary or incidental thereto or connected therewith”¹⁸

In sintesi il nuovo *framework* legale maltese prevede che gli operatori effettuino un test per verificare se i *token*:

1) siano “*virtual token*”, ai quali non si applica alcuna regolamentazione del mercato finanziario;

o

2) rientrino nei *financial instrument* ex MiFID ai quali si applicherebbe la disciplina UE;

o

3) possano essere considerati *virtual financial asset* ai quali si applicherebbe una nuova e specifica disciplina in termini di offerta (prospetto), market abuse e servizi di investimento.

Secondo la ricostruzione effettuata dall’Autorità maltese (MFSA), talune tipologie di offerte sarebbero suscettibili di rientrare nel perimetro delle vigenti normative sui servizi finanziari e, in particolare, della legge sui servizi di investimento (ISA). Tuttavia, numerose altre offerte, in quanto non rientranti nel *framework* normativo esistente, risulterebbero prive di regolamentazione.

Italia

Il 5 giugno 2019 si è conclusa la consultazione pubblica in materia di ICO e cripto-attività avviata il 19 marzo¹⁹ dalla Consob, la quale ha suscitato opinioni contrastanti.

¹⁸ Documento consultabile all'indirizzo <http://www.justiceservices.gov.mt/DownloadDocument.aspx?app=lp&itemid=29079&l=1>

¹⁹ Documento consultabile all'indirizzo: http://www.consob.it/documents/46180/46181/doc_disc_20190319.pdf/64251cef-d363-4442-9685-e9ff665323cf

Da un lato, infatti, non sono mancate critiche autorevoli²⁰ poiché "prospettante soluzioni eccessivamente restrittive che mal si conciliano con la natura globale del mercato e che, dunque, potrebbero determinare un danno per l'economia italiana".

Non può non constatarsi, infatti, che mentre Paesi vicini (Francia, Malta, San Marino, Svizzera) hanno introdotto norme dichiaratamente volte ad attrarre tali fenomeni (pur con molte riserve):

- le ICO promosse in Italia sono pochissime;
- le ICO collocate in Italia sono molte;
- gli *exchange* principali non sono in Italia.

I punti maggiormente criticati della regolamentazione prospettata da Consob riguardano:

1) la definizione delle crypto-attività quali asset digitali:

- qualificabili come prodotti finanziari²¹, con l'esclusione degli strumenti finanziari e dei prodotti di investimento quali PRIIP, PRIP e IBIP;

²⁰ PRISCO M. (2019), "Consob, primo passo per regolamentare le offerte di criptovalute", la Repubblica:

https://www.repubblica.it/economia/2019/06/12/news/le_ico_in_italia_la_consultazione_c_onsob-228414466/?fbclid=IwAR1hLqzNVFYbd9VS664_oxKISn4HV096YxFAacRus-4xImXZicigblvCQ

COINLEX: <https://www.coinlex.it/2019/06/07/osservazioni-coinlex-alla-consultazione-consob/>

²¹ "Generalmente, nella letteratura finanziaria si fa riferimento agli "strumenti finanziari" per indicare qualsiasi contratto diretto al trasferimento della moneta nello spazio (assegni bancari, carte di credito), nel tempo (depositi bancari, azioni, mutui, obbligazioni, eccetera) oppure volto al trasferimento del rischio (assicurazioni, swap, eccetera).

In Italia, in ambito giuridico, invece, il testo unico della finanza ha introdotto una precisa definizione di strumento finanziario, che impone di essere raccordata con quella di "valore mobiliare" e di "prodotto finanziario". Precisamente:

- con il termine prodotto finanziario si intendono gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria (non lo sono i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari);
- con il termine "strumento finanziario" si fa riferimento ai valori mobiliari, agli strumenti del mercato monetario (per esempio, buoni del tesoro, certificati di deposito e carte commerciali), alle quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio e ai contratti su strumenti derivati (per esempio, contratti di opzione, future, swap).

- finalizzati a investimenti in progetti imprenditoriali;
- "creati, conservati e trasferiti" (unicamente) mediante "tecnologie basate su registri distribuiti" capaci di garantire "l'identificazione del titolare dei diritti relativi agli investimenti sottostanti e incorporati nella cripto-attività";
- negoziabili "all'interno di uno o più sistemi di scambi" (*exchange*), anche essi oggetto di regolamentazione e vigilanza.

giacché:

- conduce inevitabilmente l'intero ecosistema crypto verso una visione finanziario-centrica del *network* trascurando che spesso gli interessi sottesi non sono affatto di natura speculativa;
- risulta fuorviante giacché per la genericità con cui si è inteso inquadrare i prodotti e gli strumenti finanziari, qualunque oggetto potrebbe essere considerato tale. Il rischio è rilevante in particolare per i cc.dd. *token* ibridi, ossia quelli che, per le loro caratteristiche di programmazione, hanno molteplici utilità e quindi si prestano più facilmente di altri ad una quotazione e scambio secondari, anche senza il consenso dell'emittente stesso;

- infine, i valori mobiliari, intesi come sottocategoria degli strumenti finanziari, sono valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio le azioni di società, le obbligazioni e gli altri titoli di debito.

Pertanto, sul piano giuridico, gli strumenti finanziari differiscono dalla più ampia categoria indicata con il termine "prodotti finanziari", che comprende anche i mezzi di pagamento e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria".

Cit. ROJAS ELGUETA G., Il Sole24Ore. L'elencazione del testo unico della finanza è tassativa ma comunque capace di tenere conto delle evoluzioni dei mercati finanziari. Ciò è reso possibile sia in virtù dell'ampiezza delle formule utilizzate dal legislatore sia perché è fatta salva la potestà del ministero dell'Economia di individuare nuove categorie di strumenti finanziari fra cui ben potrebbero essere ricomprese quindi le criptovalute, in particolare quelle cc.dd. rappresentative di diritti patrimoniali e di proprietà di un determinato *asset*, con le ordinarie conseguenze giuridiche previste tali ipotesi (es. obbligo di adeguata informativa alla clientela ecc.). Cfr. compiutamente in CONSOB (2019), "I titoli di credito e gli strumenti finanziari": <http://www.consob.it/web/investor-education/i-titoli-di-credito>

Sito web: www.opiniojuris.it

Info e contatti: info@opiniojuris.it

Redazione: redazione@opiniojuris.it

Coordinatore sezione Opinio : Dott. Domenico Nocerino

Coordinatore sezione Jus : Avv. Domenico Pone

- esclude i *token* non finalizzati a investimenti e quelli non negoziabili sul mercato secondario, che invece spesso sono oggetto di ICO.

2) La regolamentazione delle piattaforme ossia l'intenzione della Consob di:

- ampliare la gamma delle offerte delle piattaforme di *crowdfunding* con le cripto-attività;
- applicare *tout court* agli operatori di piattaforme di ICO la normativa in materia di *crowdfunding*;
- stabilire uno stretto collegamento fra l'offerta di cripto-attività di nuova emissione, realizzata per il tramite di piattaforme vigilate, e il loro successivo accesso a un sistema di scambi dedicato soggetto anch'esso a regolamentazione e vigilanza;

giacché:

- nonostante le piattaforme di *crowdfunding* risultino naturalmente preposte a tali attività in ragione della sottoposizione a vigilanza ex Regolamento 18592/2013, tuttavia, si renderanno necessari importanti aggiustamenti riguardanti la gestione dei *wallet* e l'uso della tecnologia *blockchain*;
- la normativa sul *crowdfunding* presenta peculiarità che non la rendono estendibile automaticamente alle cripto-attività;
- non solo la negoziazione o negoziabilità non costituisce un carattere intrinseco delle cripto-attività ma sarebbe comunque difficilmente attuabile tale soluzione in considerazione dello sviluppo di *exchange* totalmente decentralizzati.
- Si finirebbe dunque per escludere la possibilità per promotori dell'iniziativa/emittenti (in Italia) di richiedere l'ammissione a negoziazione delle proprie cripto-attività presso un sistema di scambio estero con un impatto molto restrittivo ai danni di un mercato che per definizione è globale.

Non sono mancate comunque opinioni a favore dell'impostazione della Consob, in particolare per quanto riguarda il sistema c.d. di

doppio *opt-in*, per l'offerta e lo scambio, giacché - se venissero superate le suddette criticità - permetterebbe di tutelare i risparmiatori senza tuttavia imporre grandi restrizioni al mercato²².

Posto che, come detto, per i *token* assimilabili a strumenti finanziari o prodotti di investimento assicurativi e pre-assemblati (PRIIP, PRIIP e IBIP), la disciplina applicabile è quella prevista nel TUF e nelle direttive e regolamenti emessi dall'Unione Europea, anche qualora le offerte vengano svolte tramite le piattaforme previste nel documento stesso;

per i *token* ibridi e per gli *utility* token la Consob ha prospettato il seguente sistema:

- svolgere l'offerta senza collocare i *token* tramite le piattaforme per le offerte di cripto-attività, assumendo però il rischio che detti token vengano successivamente qualificati come prodotti finanziari con le relative conseguenze (ossia una assai probabile sospensione dell'offerta da parte della Consob per violazione delle norme in materia di prospetto informativo e di promozione e collocamento a distanza di prodotti finanziari);

oppure

- collocare e promuovere l'offerta attraverso una piattaforma per le offerte di cripto-attività, con conseguente applicazione della disciplina regolamentare che sarà eventualmente emanata; in tal caso il vantaggio consisterebbe nell'eliminazione di qualsiasi incertezza interpretativa sulla disciplina da applicare;

riguardo allo scambio:

- far ammettere il *token* emesso nel regime di *opt-in* in un mercato secondario anch'esso autorizzato dalla Consob (facendo godere il *token* di una maggiore affidabilità presso gli investitori);

²² NICOTRA M. (2019), "Le regole Consob per le ICO: verso una sandbox normativa delle cripto-attività":

<https://www.agendadigitale.eu/cittadinanza-digitale/le-regole-consob-per-le-ico-verso-una-sandbox-normativa-delle-cripto-attivita/>

oppure

- presso un *exchange* non autorizzato.

In definitiva, similmente al sistema francese, quello proposto dalla Consob consentirebbe a chi intenda svolgere un'offerta iniziale di criptovalute di aderire o meno alle nuove regole e ai risparmiatori di accettare o meno, con consapevolezza, se rivolgersi a soggetti e offerte regolamentati.