

Filippo Annunziata*

Parlate, se potete! Che cosa siete? Una proposta per la qualificazione di token e Initial Coin Offerings (ICOs)

SOMMARIO: 1. Parlate, se potete! Che cosa siete? – 2. Cosa sono le Initial Coin Offerings? – 2.1. Un breve ricognizione. – 2.2. ICO e token: possibili classificazioni. – 2.3. I token in letteratura. – 2.4. I primi approcci normativi. – 3. Verso un nuovo approccio. – 3.1. La necessità di guardare oltre. – 3.2. Alla ricerca delle sedi di negoziazione. – 3.3. Osservazioni conclusive.

1. Parlate, se potete! Che cosa siete?

Nell'atto 1, scena III, del *Macbeth* di Shakespeare, l'incontro tra il protagonista e le streghe si apre con una domanda, che Macbeth rivolge alle strane creature che incontra – insieme a Banquo – nella brughiera vicino a Forres: “Parlate, se potete! Che cosa siete?”. Le streghe rispondono con le tre celebri profezie, innescando lo sviluppo della tragedia¹. Mentre Macbeth è chiaramente a disagio con le strane creature, di cui non capisce la natura, Banquo sembra attratto da ciò che vede, giacché, rivolgendosi prima a Macbeth, poi alle streghe dice «Monsignore, perché trasalisci, e sembri temere ciò che suona così bello? [...] / In nome del vero, siete allucinazioni, o proprio quello che apparite alla vista?».

*Professore di Diritto dei Mercati Finanziari, Dipartimento di Diritto, Università Luigi Bocconi, Milano. Co-Direttore dell'Unità di Ricerca Rules – BAFFI CAREFIN, Centro di Ricerca Applicata ai Mercati Internazionali, Banche, Finanza e Regolamentazione. Membro Accademico – Istituto Bancario Europeo (EBI), Francoforte. Dottorato di Ricerca in Diritto Societario, Università Bocconi. Master in Musicologia, Università degli Studi di Milano.

¹“Prima Strega – Salute, Macbeth! Salute a te, Barone di Glamis! / Seconda Strega – Salute, Macbeth! Salute a te, Barone di Cawdor! / Terza Strega – Salute a te, Macbeth, che sarà re d'ora in poi!” in: Shakespeare, *La tragedia di Macbeth* (1605).

Un analogo problema di identificazione, e attrattiva-avversione, sembra sorgere, oggi, nell'area della regolamentazione dei mercati finanziari, là dove l'interprete si imbatte in una vasta gamma di nuovi "asset", nati dai profondi e, a tratti misteriosi (almeno per i neofiti) sviluppi tecnologici negli ultimi anni. All'interno di questi *asset*, uno dei casi più rilevanti è rappresentato dalle criptovalute e dai "token" digitali, questi ultimi tipicamente emessi nel contesto delle Initial Coin Offerings (ICO), o della loro variante, le Initial Exchange Offerings². Individuare, comprendere e, eventualmente, regolamentare queste forme innovative è un esercizio complesso, che pare ancora lontano dall'aver trovato una soluzione compiuta e generalmente condivisa. Nel campo delle cc.dd. criptovalute, Bitcoin si colloca – ovviamente – al centro del dibattito; Bitcoin, tuttavia, è solo il più noto di una lunga serie di cripto-attività, ognuna con caratteristiche diverse³. Recentemente, ha attirato molta attenzione anche l'annuncio di Facebook di voler lanciare un proprio strumento (Libra), ma le sorti del progetto appaiono, allo stato, a dir poco incerte.

Il fenomeno delle criptovalute è spesso collegato – e, a volte, anche impropriamente confuso – con quello dei token emessi nel contesto delle ICOs (e/o delle IEOs): operazioni che – ricorrendo alle nuove tecnologie, e mediante emissione di token – si svolgono al fine di raccogliere capitali sul mercato, spesso in connessione con il lancio di nuovi progetti imprenditoriali, start-up, servizi innovativi, anche legati al mondo tecnologico⁴.

Le criptovalute e i token condividono analogia tecnologica⁵: entrambi sono, infatti, attività la cui creazione e circolazione sono rese possibili

²La differenza tra ICOs e IEOs risiede, essenzialmente, nel fatto che le seconde si svolgono sulle piattaforme di scambio dei token, che costituiscono così lo strumento attraverso il quale viene raccolto il capitale in connessione con l'offerta, oltre che il sistema sul quale, poi, i *token* vengono scambiati nella fase del secondario.

³Cfr. ESMA, ESMA50-157-139, Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9 gennaio 2019, 8: 'Hundreds of crypto-assets have been issued since Bitcoin was launched in 2009. There are more than 2,050 crypto-assets outstanding representing a total market capitalisation of around EUR 110bn as of end – December 2018 – down from a peak of over EUR 700bn in January 2018'.

⁴Si veda D.S. EVANS, *Economic Aspects of Bitcoin and Other Decentralized Public-Ledger Currency Platforms*, in *University of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics Research Paper*, 685/2014, 2014.

⁵Spesso, in letteratura, i due termini sono usati anche come sinonimi, confondendo così cose che dovrebbero essere tenute distinte. Questa differenziazione, invece, emerge chiaramente in M. TODD HENDERSON, M. RASKIN, *A Regulatory Classification of Digital Assets: Towards an Operational Howey Test for Cryptocurrencies, ICO, and Other Digital Assets*, in *Columbia Business Law Review*, 444, 2019 <<https://ssrn.com/abstract=3265295>>.

dall'uso di Distributed Ledger Technology (DLT) e dalla blockchain. Tuttavia, criptovalute e token differiscono per una serie di aspetti: la criptovaluta più famosa e diffusa (Bitcoin) nasce da un processo, per così dire, “orizzontale”, cioè è il risultato di un processo di estrazione e validazione prodotto dalla rete, diffuso nei relativi nodi e condotto dai “minatori”. I token emessi nel contesto di ICO sono, invece, il risultato di una transazione effettuata da un “emittente”, generalmente in connessione con la raccolta di nuove risorse finanziarie: qualcosa che, in effetti, sembra abbastanza vicino all'emissione di titoli tradizionali, attraverso un'offerta degli stessi sul mercato.

A prima vista, le criptovalute sembrano avere molti punti in comune con gli strumenti di pagamento, mentre i token emessi in connessione con ICOs possono sembrare più vicini agli strumenti o ai prodotti finanziari. Tuttavia, questa distinzione può risultare, a volte, puramente formale e non del tutto adeguata alla realtà. Da un lato, le criptovalute possono infatti “trasformarsi” in strumenti per la raccolta di capitali sul mercato, in particolare se utilizzati secondo uno schema che può essere classificato nelle forme più tipiche di investimento finanziario⁶. Inoltre, l'acquisto di una criptovaluta (come ad esempio Bitcoin) può rispondere a finalità ibride, dove non è escluso che quella propria di una forma di investimento finanziario sia, alla fine, determinante. In tali contesti, il divario tra criptovalute e token si riduce, o piuttosto scompare. A loro volta, i token emessi nel contesto di ICOs possono assumere caratteristiche che li rendono simili ai mezzi di pagamento: questo è il caso in cui i token, emessi nell'ambito di una ICO, vengano poi utilizzati come strumenti per pagare il prezzo di servizio, o di beni⁷. Inoltre, ciò che a volte viene definito – a livello collo-

⁶ Per esempio, guardando al sistema italiano, si potrebbe dire – in breve – che quando la criptovaluta (o, meglio, la transazione che ha come oggetto la criptovaluta), ha i tratti di un “prodotto finanziario” di cui all'art. 1, comma 1, lett. u), t.u.f. Si vedano, a tal proposito, le azioni intraprese dalla Consob in relazione alle transazioni aventi ad oggetto criptovalute, che sono state qualificate come offerta di prodotti finanziari: decisione n. 20207 del 6 dicembre 2017 <<http://www.consob.it/it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/interdittivi/divieto/2017/d20207.htm?hkeywords=&docid=18&page=0&hits=31&nav=false>>; e, più recentemente, la decisione n. 20660 del 31 ottobre 2018 (Togacoin Ltd) <<http://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/interdittivi/cautelari/soll/2018/d20660.htm>>. A causa dell'ampia nozione di “prodotti finanziari” di cui alla legge italiana (soggetti ai requisiti previsti per il prospetto – cfr. art. 1, par. 1, lett. u, t.u.f. –), la questione è di facile soluzione, anche se è ampiamente discussa in alcuni contributi: cfr. E. GIRINO, *Criptovalute: un problema di legalità funzionale*, in *Riv. dir. banc.* 55, 2018; P. CARRIÈRE, *Criptovalute, tokens e ICOs nel vigente ordinamento finanziario italiano: prime note*, in *Diritto bancario (online)*, 2018 <http://www.diritto bancario.it/sites/default/files/allegati/carriere_p._criptovalute_tokens_e_icos_nel_vigente_ordinamento_finanziario_italiano_prime_note_2018.pdf>.

⁷ Come vedremo, la fenomenologia dei token è varia. Un primo, utile e pratico quadro di ri-

quale – come una valuta virtuale, è in realtà solo il supporto tecnologico per un ICO, come nel caso di Ethereum, e la confusione terminologica si traduce, così, in una confusione concettuale.

Il problema fondamentale – già ampiamente discusso sia in letteratura, sia nella pratica – è qualificare le criptovalute e i token dal punto di vista della disciplina del mercato finanziario, individuando così il regime applicabile alla loro emissione, e alla loro circolazione nel mercato. Inoltre, quando i cripto-asset vengono scambiati su una piattaforma di trading organizzata, il problema è stabilire se, e in che misura, le regole applicabili ai sistemi di negoziazione propriamente detti (quelli, in altre parole, disciplinati dalle regole MiFID) debbano applicarsi alla piattaforma. Per dirla senza mezzi termini, la preoccupazione principale in quest'ultimo caso è stabilire se – osservando la piattaforma – le varieguate forme di cripto-attività debbano, o possano essere qualificate come strumenti finanziari, dal momento che il regime di MiFID II si applica solo alle piattaforme di trading in cui vengono scambiati, per l'appunto, strumenti finanziari, secondo la definizione che deriva dall'ordinamento dell'Unione.

A questo proposito, MiFID II è lungi dall'essere esaustiva, anche perché – sebbene sia divenuta applicabile negli Stati membri dal 3 gennaio 2018 – essa riflette lo stato dell'arte dei mercati e la loro evoluzione tecnologica, negli anni 2011-2013⁸, ovvero quando ne furono poste le basi normative⁹. In breve, MiFID II fu concepita in un contesto abbastanza diverso da quello attuale: le cripto-attività, come le osserviamo oggi, non esistevano in quel momento.

Di recente, anche i regolatori e i supervisor sono stati abbastanza attivi, in diverse giurisdizioni, nel formulare ipotesi in merito alla possibile classificazione delle cripto-attività nell'ambito della disciplina del mercato finanziario. Tuttavia, l'approccio adottato fino ad oggi sembra essere, in parte insoddisfacente, oltre al fatto che pare ancora lungi dall'aver trovato un punto

ferimento si trova nelle *Linee guida della FINMA per le richieste di informazioni relative al quadro normativo per le Initial Coin Offering (ICO)*, 16 febbraio 2018, <<https://www.finma.ch/it/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>>.

⁸ Il primo fenomeno identificabile come quello che, oggi, è considerato parte del fenomeno delle *Initial Coin Offering* risale al 2013 (l'ICO collegata all'emissione della criptomoneta Mastercoin). Il fenomeno Bitcoin è nato nel 2009 ma, di fatto, solo a partire dalla metà del 2013 ha cominciato ad attirare una attenzione generalizzata, sulla base del suo incremento di valore (il Bitcoin tocca, per la prima volta, il valore "simbolico" di 1.000 USD il 27 novembre 2013). Dall'inizio del 2018 il prezzo di tutte le criptovalute ha subito un profondo calo, in alcuni casi superiore al 70-80%.

⁹ Sia consentito rinviare a F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme, tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 1100, 2018.

di approdo ampiamente condiviso. Osservando l'attuale dibattito in corso, la qualificazione delle cripto-attività si concentra, infatti, sul tentativo di inquadrarle all'interno delle categorie standard previste dal sistema, secondo ciò che può essere definito come un approccio "bottom up". In questo contesto, la qualificazione dei cripto-asset è svolta guardando, da un lato, alla disciplina dei servizi di pagamento e, dall'altro, alle norme sulle offerte pubbliche, il prospetto e – ovviamente – il regime MiFID. Riteniamo, tuttavia, che l'approccio "bottom-up" (peraltro, perfettamente ragionevole e comprensibile) debba essere combinato e integrato con un approccio "top-down", attraverso una più attenta considerazione, ai fini dell'analisi, del ruolo svolto dalle piattaforme di trading nelle quali sono scambiati i cripto-asset.

2. Cosa sono le Initial Coin Offerings?

2.1. Un breve ricognizione

Un buon punto di partenza su come le ICOs potrebbero, o dovrebbero essere definite, è la seguente dichiarazione rilasciata sul tema dall'ESMA nel novembre 2017: «*An ICO is an innovative way of raising money from the public, using so-called coins or tokens and can also be called an initial token offering or token sale. In an ICO, a business or individual issues coins or tokens and puts them for sale in exchange for fiat currencies, such as the Euro, or more often virtual currencies, e.g. Bitcoin or Ether*»¹⁰. Si tratta, in definitiva, di operazioni volte alla raccolta di capitale sul mercato da parte di un "emittente" i token.

Le ICO sono diventate un fenomeno di rilievo soprattutto a partire dal 2017. Diverse iniziative hanno effettivamente fallito, o si sono rivelate essere delle vere e proprie truffe, altre hanno avuto successo ma, in ogni caso, il fenomeno rimane molto controverso. Nel 2019, il flusso delle ICOs si è notevolmente ridotto. Le cinque maggiori ICO hanno raccolto ciascuna più di USD 300 milioni: tra di esse spicca l'operazione EOS¹¹, con un importo di ben USD 4,2 miliardi. Il processo di offerta comporta sempre l'emissione di

¹⁰ Per maggiori informazioni, si veda: ESMA, *Press release ESMA71-99-649 ESMA highlights ICO risks for investors and firms*, 2017 <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma71-99-649_press_release_ico_statements.pdf>.

¹¹ Si veda: *Draft EOS Token Sale Smart Contract* <https://steemit.com/eos/@eosio/draft-eos-token-sale-smart-contract>, 11 agosto 2018; Trogdor, *The EOS ICO for Dummies!*, <<https://steemit.com/eos/@trogdor/the-eos-ico-for-dummies>>, 11 agosto 2018.

token basati su un protocollo DLT, già sviluppato (nella maggior parte dei casi, Ethereum) o, più raramente, di nuovo conio: grazie al protocollo, non vi è necessità di alcun intermediario, e i fondi vengono trasmessi dall'investitore all'entità proponente. Il processo è gestito tramite smart contract: una nozione sviluppata da Nick Szabo (1997) in uno scritto ormai famoso¹². La famosa ICO denominata "DAO", rimane un esempio importante: essa mirava a creare un veicolo di investimento che, basato su una combinazione di smart contract, risultava idoneo ad inviare automaticamente pagamenti verso il comune target di investimento, e a distribuirne gli utili¹³.

Le ICO presentano alcune somiglianze con altri metodi classici di finanziamento delle imprese, come la raccolta di capitale di rischio, le offerte pubbliche iniziali e, da ultimo, il crowdfunding. Come a volte si verifica per le offerte pubbliche, la maggior parte delle ICO ha una fase di pre-vendita in cui taluni investitori vengono pre-selezionati e ricevono i token emessi con uno sconto sostanziale¹⁴.

A supporto dell'operazione, i cc.dd white paper sono diventati uno standard ampiamente diffuso: essi soddisfano finalità analoghe a quelle proprie del prospetto informativo in una classica offerta al pubblico di prodotti finanziari. In assenza di una regolamentazione specifica, alcune regole standard si sono affermate negli ultimi anni per la redazione e il contenuto dei white paper. In alcuni casi, i white paper hanno mostrato di avere un'influenza positiva sul successo della ICO¹⁵. Nella fase di raccolta dell'ICO, diverse tipologie di cripto-attività sono generalmente accettate come pagamento. In ogni caso, come mostrato dallo studio di Howell et al. (2018), l'asset più utilizzato è Ethereum seguito, con un grande divario, da Bitcoin, e dal dollaro USA¹⁶.

¹²N. SZABO, *The Idea of Smart Contracts*, 1997 <http://www.fon.hum.uva.nl/rob/Courses/InformationInSpeech/CDROM/Literature/LOTwinterschool2006/szabo.best.vwh.net/idea.html>. Con riferimento agli smart contract, si veda in particolare A.J. KOLBER, *Not-So-Smart Blockchain Contracts and Artificial Responsibility*, in 21 *Stan Tech Law Rev* 198, 2018; J.M. SKLAROFF, *Smart Contracts and the Cost of Inflexibility*, in 166 *U Pa L Rev* 263, 2017; K. WERBACH, N. CORNELL, *Contracts Ex Machina*, in 67 *Duke L J* 313, 2017, 367-81.

¹³Blockchainhub Berlin, *What is a DAO?*, <<https://Blockchainhub.net/dao-decentralized-autonomous-organization/>>, aggiornata a luglio 2019.

¹⁴R. AMSDEN, D. SCHWEIZER, *Are Blockchain Crowdsales the New 'Gold Rush'? Success Determinants of Initial Coin Offerings*, 2018, <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3163849>.

¹⁵T. BOURVEAU, E.T. DE GEORGE, A. ELLAHIE, D. MACCIOCCHI, *Initial Coin Offerings: Early Evidence on the Role of Disclosure in the Unregulated Crypto Market*, 2018, <https://www.marshall.usc.edu/sites/default/files/2019-03/thomas_bourveau_icos.pdf>.

¹⁶S.T. HOWELL, M. NIESSNER, D. YERMACK, *Initial Coin Offerings: Financing Growth with*

2.2. ICO e token: possibili classificazioni

I token possono essere progettati in vari modi e possono attribuire al titolare una varietà di diritti, patrimoniali e non. Il pluralismo dei token e la fluidità della terminologia contribuiscono alla complessità legata alla loro classificazione.

In questa parte forniremo una descrizione di base delle forme che i token hanno assunto nel contesto delle ICOs, concentrandoci su due diversi punti di vista, vale a dire, da un lato, la letteratura economica e finanziaria, e, dall'altro, gli approcci adottati dai diversi regolatori. Come vedremo, i token sono generalmente classificati in base alla loro funzione economica sottostante e ai diritti che conferiscono al momento del rilascio, ma le incertezze riguardo alla loro natura sono profonde.

2.3. I token in letteratura

Nella crescente letteratura accademica su Blockchain e DLT, i token offerti nelle ICOs sono quasi sempre classificati in tre categorie di base¹⁷. La prima è quella dei cc.dd. “utility token”¹⁸. In letteratura, si registra un sostanziale consenso circa i tratti determinanti di questo tipo di token, che il più delle volte garantiscono una sorta di accesso o diritto all’ecosistema, ai beni o ai servizi dell’emittente¹⁹. Gli utility token possono anche concedere diritti legati alla governance della società emittente, come il diritto di voto in certe materie. Le ICOs che danno luogo all’emissione di utility tokens spesso assomigliano alle vendite di crowdfunding sugli appositi siti Web (v. ad esempio Kickstarter)²⁰. Un utility token che rientra in questi schemi

Cryptocurrency Token Sale, in European corporate governance institute, in Finance Working Paper, 564/2018, 2018, <https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/final_howellniessnervermack.pdf>, 9.

¹⁷ P. HACKER, C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in 15 ECFR 645, 2018, 1 ss.

¹⁸ I. ARU, *The Fundamental Principles of Utility Tokens in the Blockchain Ecosystem* (Ccn, 4 March 2018), 2018, <<https://www.ccn.com/fundamental-principles-utility-tokens-blockchain-ecosystem/>>.

¹⁹ T. BOURVEAU, E.T. DE GEORGE, A. ELLAHIE, D. MACCIOCCHI, *Initial Coin Offerings: Early Evidence on the Role of Disclosure in the Unregulated Crypto Market*, 2018, <https://www.marshall.usc.edu/sites/default/files/2019-03/thomas_bourveau_icos.pdf>, 18.

²⁰ S.T. HOWELL, M. NIESSNER, D. YERMACK, *Initial Coin Offerings: Financing Growth with Cryptocurrency Token Sale, in European corporate governance institute, Finance Working Paper*

di solito non è assimilabile ad un titolo, a uno strumento o ad un prodotto finanziario: la sua funzione non è di generare flussi di cassa futuri ma, piuttosto, di fare un uso funzionale della Blockchain allo scopo di fornire beni o servizi²¹.

I token di pagamento (“payment token”) sono la seconda categoria, notoriamente rappresentata da Bitcoin (BTC). Un puro payment token dovrebbe soddisfare i requisiti economici propri della moneta, e dunque servire, al contempo, come mezzo di scambio, di conservazione di valore, e come unità di conto²². Nell’ambito dei payment token, una recente evoluzione ha visto la nascita dei cc.dd. stablecoin, i quali hanno un valore stabile, collegato a una valuta legale o ad un paniere. Questi token sono, quindi, esplicitamente emessi come alternativa o in sostituzione di valute ufficiali.

La terza categoria di token è quella degli asset o “financial token”: essi assomigliano in genere, e sono effettivamente assimilabili, a titoli di debito, o di partecipazione al capitale dell’emittente. Nel contesto della disciplina del mercato finanziario, e a seconda dell’ordinamento di riferimento, sono qualificabili come valori mobiliari, strumenti finanziari, securities, prodotti finanziari, ecc.

2.4. I primi approcci normativi

Approcci analoghi a quelli testé ricordati in merito alla categorizzazione dei token si trovano nei primi passi assunti da legislatori e regolatori, in varie parti del Mondo²³. L’avvento della tecnologia Blockchain ha suscitato diversi tipi di reazioni, dalla diffidenza, all’entusiasmo²⁴. Da un lato, paesi

564/2018, 2018, <https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finalhoweljniessneryermack.pdf>, 1 ss.

²¹ P. HACKER, C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in 15 ECFR 645, 2018, 1 ss.

²² C. BURNISKE, J. TATAR, *Cryptoassets: The Innovative Investor’s Guide to Bitcoin and Beyond*, New York, McGraw-Hill Education.

²³ D.A. ZETSCHE, R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, L. FÖHR, *The ICO Gold Rush, It’s a Scam, It’s a Bubble, It’s a Super Challenge for Regulators*, in *University of Luxembourg Law Working Paper No. 11/2017*; *UNSW Law Research Paper No. 17-83*; *University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2017/035*; *European Banking Institute Working Paper Series 18/2018*; *Harvard International Law Journal*, Vol. 63, No. 2, 2019. Disponibile presso il sito del SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3072298> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3072298>, 22 ss.

²⁴ W.A KAAL, *Initial Coin Offerings: The Top 25 Jurisdictions and Their Comparative Regulatory Responses*, in *U of St. Thomas (Minnesota), Legal Studies Research Paper 18-07*, 2018 <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3117224>.

come Malta hanno aperto le porte alla nuova tecnologia emanando leggi “cripto-amichevoli”²⁵. Dall’altro, ci sono paesi come la Cina e la Corea del Sud che hanno messo al bando tutte le ICOs²⁶, che hanno proibito tutte le negoziazioni sugli exchange di criptovalute, motivando la loro posizione con l’esigenza di proteggere il mercato da comportamenti fraudolenti e ingannevoli. Tra queste due posizioni estreme, è riscontrabile una pletera di approcci intermedi, molti dei quali sono ancora allo stadio di semplici discussioni o proposte.

In questa sezione ci concentreremo su alcune giurisdizioni che hanno assunto una posizione favorevole nei confronti dei cryptoasset, seppure seguendo impostazioni diverse.

Tra i paesi europei, la Svizzera è stata la prima ad affrontare il tema. Nella propria guida del febbraio 2018²⁷, le FINMA ha affermato che la qualifica dei token dipende dalla loro funzione economica, da valutarsi caso per caso. In particolare, la FINMA distingue: (i) i payment tokens, utilizzati come mezzo di pagamento per l’acquisto di beni o servizi o allo scopo di trasferire denaro e valore; (ii) gli utility token, che forniscono accesso digitale a un’applicazione o servizio o a una piattaforma che offre infrastrutture basate su Blockchain; (iii) gli asset token, che rappresentano attività finanziarie, assimilabili a titoli di debito, o a titoli rappresentativi di capitale di rischio dell’emittente. Sono anche possibili forme ibride²⁸. Allo stesso modo, l’autorità monetaria di Singapore (MAS) ha adottato un approccio favorevole nei confronti degli emittenti di ICOs, scegliendo tuttavia di non regolamentare direttamente i token digitali. Il MAS non formula una definizione completa delle varie forme di token²⁹: tuttavia, è stata una

²⁵ Questo è successo dopo che Binance – l’exchange di criptovalute con il più grande volume di affari al mondo – ha deciso di spostare la sua attività dal Giappone a Malta, dopo le pressioni del governo nipponico per l’ottenimento di una licenza in Giappone. Si veda Y. NAKAMURA, *World’s Biggest Cryptocurrency Exchange Is Heading to Malta*, Bloomberg, 23 marzo 2018, <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-03-23/the-world-s-biggest-cryptocurrency-exchange-is-moving-to-malta>>.

²⁶ Si veda in merito il comunicato stampa del 4 settembre 2017 del Ministero dell’Industria e dell’Informatica della Repubblica Popolare Cinese.

²⁷ Si vedano le Linee guida della FINMA, *Guida pratica (ICO) per il trattamento delle richieste inerenti all’assoggettamento in riferimento alle initial coin offering (ICO)*, pubblicate il 16 febbraio 2018, <<https://www.finma.ch/it/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>>.

²⁸ T. MAAS, *Want to do an ICO in Switzerland? Read this first!*, in *Hackernoon*, 20 febbraio 2018, <<https://hackernoon.com/ico-switzerland-regulation-56c2ae1e3e33>>.

²⁹ MAS, *MAS clarifies regulatory position on the offer of digital tokens in Singapore*, 1 agosto 2017, <<https://www.mas.gov.sg/news/media-releases/2017/mas-clarifies-regulatory-position-on-the-offer-of-digital-tokens-in-singapore>>.

delle prime Autorità di vigilanza ad assumere posizione con riguardo al nuovo fenomeno delle ICOs³⁰. Se i token rientrano in una delle categorie di strumenti finanziari di cui alla Sezione 2 (1) della Securities and Futures Act, le offerte o le emissioni di token digitali devono infatti conformarsi ai requisiti previsti dalla Securities and Futures Act. I token non assimilabili a veri e propri titoli rientrano nella Legge sui servizi di pagamento quando si qualificano come “token di pagamento digitali”. Una guida completa alle offerte di token digitali è stata pubblicata dal MAS al fine di fornire indicazioni generali sull’applicazione delle leggi pertinenti, che rientrano nella competenza della medesima Autorità³¹.

Mentre Svizzera e Singapore forniscono linee guida applicabili alle offerte di token, negli Stati Uniti la SEC ha utilizzato un approccio più frammentato e più o meno coerente³². Il risultato, negli Stati Uniti, è piuttosto difficile da inquadrare, a causa della mancanza di un approccio più strutturato. La definizione di cosa sia una ‘security’ ai fini della disciplina statunitense, è stata – sin dal 1946 – fortemente influenzata dal cosiddetto test di *Howey* (sviluppato, come noto, dalla Corte Suprema nel caso *SEC vs. Howey*, del 1946)³³. Per essere considerato come un contratto di inve-

³⁰ *Initial Coin Offerings – A Singapore Perspective*, novembre 2017, <<https://www.jonesday.com/files/upload/initial-coin-offerings-a-singapore-perspective.pdf>>.

³¹ MAS, *A guide to digital token offerings*, 26 maggio 2020, <https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/Sectors/Guidance/Guide-to-Digital-Token-Offerings-26-May-2020.pdf>.

³² Con riferimento alle ondivaghe prese di posizione delle autorità statunitensi, si vedano: la decisione della Commodity Futures Trading Commission (CFTC) che ha classificato Bitcoin e altre criptovalute come delle commodity: *CFTC Orders Bitcoin Options Trading Platform Operator and its CEO to Cease Illegally Offering Bitcoin Options and to Cease Operating a Facility for Trading or Processing of Swaps without Registering*, Release N 7231-15, 17 settembre 2015, <<https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr7231-15>>; M. DE SILVA, *Cryptocurrency Tax Fairness Amendment Not Adopted By House Tax Reform Bill*, *Ethnews*, 15 novembre 2017, <<https://www.ethnews.com/cryptocurrency-tax-fairness-amendment-not-adopted-by-house-tax-reform-bill>>; N. DE, S. HIGGINS, M. SHEN, *SEC Rejects 9 Bitcoin ETF Proposals*, *Coindesk*, 22 agosto 2018, <<https://www.coindesk.com/sec-rejects-9-bitcoin-etf-proposals/>>; *FinCEN, Application of FinCEN’s Regulations to Persons Administering, Exchanging, or Using Virtual Currencies*, FIN-2013-G001, 18 March 2013, <<https://www.fincen.gov/resources/statutes-regulations/guidance/application-fincens-regulations-persons-administering>>; *Uniform Regulation of Virtual-Currency Businesses Act*, (*Uniform Law Commission*, 2018), <<https://my.uniformlaws.org/committees/community-home?CommunityKey=e104aaa8-c10f-45a7-a34a-0423c2106778>>.

³³ *SEC v. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946) (“Howey”). Si veda anche *United Housing Found, Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837 (1975) (“Forman”); *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332 (1967) (“Tcherepnin”); *SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp.*, 320 U.S. 344 (1943) (“Joiner”). Questa non è la sede per una descrizione comprensiva dell’*Howey Test*, della sua dottrina e della sua evoluzione nel corso del tempo. Per un’analisi sul suo sviluppo e riferimenti bibliografici, si rimanda a M. ALBERT, *The Howey Test Turns 64: Are the Courts Grading this Test on a Curve?*, in

stimento o, in altre parole, un titolo e quindi soggetto a registrazione presso la SEC, un token deve dunque soddisfare i seguenti requisiti: (i) deve implicare un investimento di denaro; (ii) il ritorno sull'investimento deve essere ragionevolmente prevedibile; (iii) l'investimento è impiegato o destinato ad una impresa comune, e (iv) i profitti provengono dagli sforzi di un promotore, o da quelli di una terza parte. Secondo questa linea restrittiva, non solo gli asset token, ma anche gli utility token, e i token ibridi potrebbero essere considerati securities, salvo, ovviamente, che l'operazione non ricada in uno dei numerosi casi di esenzione. La vendita di token è inoltre regolamentata se effettuata nell'ambito di un'attività di servizi monetari ai sensi della legge federale.

Una disciplina su misura per token e cripto-assets è stata emanata nel giugno 2018 a Malta. Malta risulta essere, infatti, il primo paese europeo ad aver emanato tre leggi specifiche su Blockchain, criptovalute e DLT³⁴. Il campo di applicazione del regolamento sulle ICO è tuttavia limitato: non copre, infatti, la moneta elettronica, gli strumenti finanziari e i virtual tokens (i.e. utility tokens). Ai sensi del Virtual Financial Asset Act, solo gli emittenti di Virtual Financial Asset (vale a dire criptovalute pure) devono nominare un agente approvato dall'Autorità dei Servizi Finanziari di Malta che garantisca che tutti i requisiti siano soddisfatti³⁵.

Un approccio diverso è stato invece seguito dal Liechtenstein con un apposito provvedimento entrato in vigore nel gennaio del 2020 (TVT³⁶). Il TVTG non si concentra sulle criptovalute, quanto, piuttosto, su token e sistemi di tecnologie ritenute affidabili. Concetti legali come proprietà, possesso e trasferimento sono definiti in relazione ai token e vengono stabiliti standard minimi per i fornitori di servizi TT (ad es., generatore di token, emittente di token, fornitori di portafogli, cambiavalute virtuali e così

Hofstra University Legal Studies Research Paper No 10-28, 2018 <<http://ssrn.com/abstract=1666894>>.

³⁴ Per approfondimenti si rimanda a: <<http://www.ccmalta.com/news/malta-Blockchain-cripto-legislation>>.

³⁵ Si vedano C. SCICLUNA, *The MFSA issues Consultation Paper on proposed Financial Instrument Test applicable to DLT assets*, Mamo TCV Advocates, 16 aprile 2018, <<https://www.mamotcv.com/resources/news/the-mfsa-issues-consultation-paper-on-proposed-financial-instrument-test-applicable-to-dlt-assets>>; *Snapshot Summary Of Three Bills Related to Blockchain Technology*, Ganado Advocates, 11 giugno 2018 <<http://www.ganadoadvocates.com/resources/news/snapshot-summary-of-three-bills-related-to-Blockchain-technology/>>; M. CHETCUTI CAUCHI, *Anti-money laundering legislation in Malta*, Chetcuti Cauchi Advocates, 15 dicembre 2016, <https://www.ccmalta.com/publications/malta_anti_money_laundering>.

³⁶ Per un quadro generale sulla normativa del Liechtenstein: <https://impuls-liechtenstein.li/en/blockchain-act-liechtenstein/>.

via). Ne consegue che gli emittenti, indipendentemente dalla natura del token, sono tenuti a registrarsi presso l'autorità del mercato finanziario, e a divulgare le informazioni di base relative all'ICO.

In Francia, la classificazione dei token è stata oggetto di ampio dibattito, in particolare da parte dell'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Nel suo documento di discussione sulle ICOs pubblicato nell'autunno del 2017³⁷, l'AMF ha osservato che i token raramente rientrano in una delle tre principali categorie di strumenti finanziari di cui all'articolo L. 211-1 del Code monétaire et financier³⁸. Nell'aprile 2019, a seguito di una consultazione pubblica, il Parlamento ha votato per regolamentare le ICO e ha inserito un nuovo capitolo nel codice monetario e finanziario, che si applica solo agli utility token³⁹. Tuttavia, contrariamente al Liechtenstein, gli emittenti sono (apparentemente) liberi di decidere se attuare una ICO regolamentata, soggetta all'approvazione dell'AMF, o procedere senza l'approvazione dell'autorità francese⁴⁰.

Un sistema di opt-in per i token è stato proposto anche in Italia nel marzo 2019 da parte della Consob⁴¹. Il documento Consob considera solo crypto-attività che non sono strumenti finanziari (ai sensi del diritto dell'UE) o prodotti finanziari (ai sensi del diritto italiano), e connotate dai seguenti elementi: (i) l'uso di tecnologie innovative, come, ovviamente, la DLT/blockchain; (ii) la negoziabilità dei token su piattaforme di trading, direttamente correlate alla DLT e (iii) l'uso di tale tecnologia per registrare e conservare le prove della proprietà dei diritti associati alle

³⁷ Il Documento di Consultazione è disponibile qui: *AMF public consultation on Initial Coin Offerings (ICOs)*, 2017, <https://www.amf-france.org/en_US/Publications/Consultations-publiques/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2Fa2b267b3-2d94-4c24-acad-7fe3351dfc8a>.

³⁸ S. MARTINET, *French Crypto Regulation à la carte: Context, News, Perspectives*, *Cointelegraph*, 4 maggio 2018, <<https://cointelegraph.com/news/french-crypto-regulation-a-la-carte-context-news-perspectives>>.

³⁹ P. CARRIERE, *Initial Coin Offerings (ICOs): Italia-Francia, due approcci regolatori a confronto*, in *Diritto Bancario online*, 15 gennaio 2020, <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/fintech/initial-coin-offerings-icos-italia-francia-due-approcci-regolatori-confronto>.

⁴⁰ Cfr. ANDREA BERRUTO, *La nuova disciplina francese dei crypto-asset: un imperfetto tentativo regolatorio?*, in *Diritto Bancario online*, 11 febbraio 2020, <<https://www.dirittobancario.it/approfondimenti/fintech/la-nuova-disciplina-francese-dei-crypto-asset-un-imperfetto-tentativo-regolatorio>>. Sull'apparente regime volontario francese si veda, in particolare, il paragrafo 2 e la nota 4.

⁴¹ Consob, *Le offerte iniziali e gli scambi di crypto-attività*, Documento per la Discussione, 19 marzo 2019, http://www.consob.it/documents/46180/46181/doc_disc_20190319.pdf/64251cef-d363-4442-9685-e9ff665323cf.

cripto-attività in circolazione. In particolare, la Consob propone la possibilità di estendere alle piattaforme ICO le disposizioni italiane in materia di equity crowdfunding⁴². I gestori delle piattaforme per le offerte di cripto-attività, così come i gestori dei sistemi di scambio, o di custodia, avrebbero infine la possibilità di rientrare, su base volontaria, nell'ambito della nuova disposizione, in modo che gli emittenti e gli investitori possano scegliere se rivolgersi a fornitori di servizi conformi ai requisiti definiti dalla Consob, o a soggetti che operano in un ambiente completamente de-regolamentato.

3. Verso un nuovo approccio

3.1. La necessità di guardare oltre

Le brevi considerazioni che precedono mostrano come, in genere, la maggior parte di coloro che si sono occupati dei token tende quasi sempre a raggrupparli nelle tre categorie di base (payment, utility, asset token)⁴³. Si tratta, a dire il vero, di un approccio ragionevole e abbastanza comprensibile (approccio c.d. “bottom-up”)⁴⁴. Orbene, le disposizioni normative che governano strumenti e prodotti finanziari, nella maggior parte delle giurisdizioni, sono generalmente in grado di fornire una risposta ragionevole alla qualificazione dei token, seguendo questa prospettiva. Certo, non

⁴² Art. 50-*quinquies* del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (“t.u.f.”) e il Regolamento Consob n. 18592/2013 (“Regolamento Crowdfunding”).

⁴³ Aderisce quasi integralmente alla stessa posizione I. BARSAN, *Legal Challenges of Initial Coin Offerings (ICO)*, 3 RTDF, 2017, 54 ss.; con riferimento alla Cina, si veda anche H. DENG, R. HUI HUANG, Q. WU, *The Regulation of Initial Coin Offerings in China: Problems, Prognoses and Prospects*, 19 EBOR, 2018, 465-502.; per le altre giurisdizioni, si vedano le Linee Guida della Lituania sulle ICOs: FinMin, *ICO Guidelines*, 2018, <http://finmin.lrv.lt/uploads/finmin/documents/files/ICO%20Guidelines%20Lithuania.pdf>; più di recente, si veda anche la granulare analisi comparatistica del fenomeno in A. BLANDIN, A.S. CLOOTS, H. HUSSAIN, M. RAUCHS, R. SALEUDDIN, J.G. ALLEN, K. CLOUD, B. ZHANG, *Global Cryptoasset Regulatory Landscape Study*, in *University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 23/2019*, 16 aprile 2019. Disponibile qui: <<https://ssrn.com/abstract=3379219>> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3379219>.

⁴⁴ D.A. ZETSCHE, R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, L. FÖHR, *The ICO Gold Rush, It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators*, in *University of Luxembourg Law Working Paper No. 11/2017*; *UNSW Law Research Paper No. 17-83*; *University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2017/035*; *European Banking Institute Working Paper Series 18/2018*; *Harvard International Law Journal*, Vol. 63, No. 2, 2019. Disponibile presso il sito del SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3072298>, 25 ss.

tutte le questioni sono risolvibili *de plano*: ad esempio, questo approccio pone il problema – non facile da risolvere – della qualificazione dei token ibridi, sulla quale al momento non si può dire che il dibattito sia risolto, anche se una possibile soluzione potrebbe essere o di classificare il token sulla base di un criterio di “prevalenza” dell’una o dell’altra componente o, eventualmente, di seguire un approccio cumulativo (ossia, di applicare più discipline congiuntamente)⁴⁵. A parte questa spinosa questione, tuttavia, l’analisi sembra essere concettualmente esaustiva, soprattutto per i Paesi che contemplanano una definizione ampia di security, prodotto finanziario, o simile (come negli Stati Uniti, o in Italia).

Un approccio simile è seguito dall’ESMA, nel proprio parere del gennaio 2019⁴⁶: il documento – che si basa ampiamente sull’analisi preliminare dell’*expert group* del 2018⁴⁷ – capitalizza le esperienze maturate nei paesi che hanno tentato di mettere fuoco a una possibile definizione e classificazione dei token e delle ICOs. Il parere ESMA esamina, inoltre, con un approccio molto pratico, sei diversi token e applica la sua metodologia caso per caso, esaminando i tratti specifici di ciascuno di essi.

Sebbene questo approccio “bottom-up” sia senza dubbio utile, ciò che esso trascura è la dimensione per così dire “dinamica” del fenomeno, cioè quella che riguarda la circolazione e lo scambio dei token sui mercati secondari⁴⁸. Ricostruire una tassonomia dei token tenendo conto principalmente della loro funzione “intrinseca”, porta, in effetti, a un risultato spurio. Da un lato, perché – come mostreremo – la disciplina dei mercati dei capitali deve essere ricostruita in modo unitario, senza trascurare la dimensione relativa alla circolazione dei relativi strumenti o prodotti (l’elemento della “negoziabilità” è, d’altronde, sotteso alla nozione generale di strumento finanziario, che segna il perimetro della disciplina MiFID); d’altra parte, perché il successo e la sopravvivenza nel tempo delle ICO sembrano inevitabilmente legati allo sviluppo di piattaforme di trading efficienti, in

⁴⁵ Un token può essere quindi soggetto a vari *set* di regole applicabili allo stesso tempo. Cfr. C.R. GOFORTH, *U.S. Law: Crypto is Money, Property, a Commodity, and a Security, all at the same time*, in *Journal of Financial Transformation*, Capco Institute, 2018, 49, 102-109, disponibile qui <<https://ssrn.com/abstract=3272975>>.

⁴⁶ ESMA, *Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets ESMA50-157-1391*, 9 gennaio 2019, consultabile qui: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf>.

⁴⁷ Securities and Markets Stakeholders Group of ESMA, *Report on ICOs and Crypto-assets, ESMA22-106-1338*, 19 ottobre 2018, consultabile qui: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1338_smsg_advice_-_report_on_icos_and_crypto-assets.pdf>.

⁴⁸ Inoltre, già nel concetto di strumento finanziario, la negoziabilità è un elemento distintivo.

grado di offrire un livello accettabile di liquidità per i relativi token. La liquidità sui mercati secondari sembra, in effetti, un punto cruciale nel consentire il corretto sviluppo del mercato delle ICO.

Il punto-chiave è che, espandendo l'analisi per includere la dimensione dei mercati secondari, i risultati ottenuti secondo l'approccio bottom up possono risultare insoddisfacenti: ciò in quanto le regole applicabili alla negoziazione possono, a loro volta, reagire sulla qualificazione dei token. Il momento che considera l'emissione dei token non può, in vero, essere separato da quello dello scambio del token su piattaforme di trading.

Considerando il contesto della legislazione sui mercati dei capitali dell'UE, il punto di partenza dell'approccio c.d. "top-down" deve essere necessariamente il regime introdotto dalla MiFID II in tutti gli Stati membri per quanto attiene alle sedi di negoziazione. La MiFID II prevede, infatti, una regolamentazione globale e articolata delle *trading venues* in tutta l'UE, articolata sulle tre nozioni-base di mercato regolamentato (MR), sistema multilaterale di negoziazione (MTF), e sistema organizzato di negoziazione (OTF). La nozione chiave di MiFID II è, anche in questo contesto, quella di "strumento finanziario", giacché le *trading venues* sono quelle nelle quali si scambiano, per l'appunto, gli strumenti finanziari. Non è questo il luogo per tentare di ricostruire la complessa tassonomia degli strumenti finanziari che, oggi, sono identificati nell'Allegato I della direttiva. Sia sufficiente, ai fini che qui interessano, svolgere tre considerazioni:

– Primo: potrebbe, in molti casi, darsi una chiara – e abbastanza semplice – sovrapposizione tra determinati token e determinati strumenti finanziari: questo è il caso dei token che vanno considerati alla stregua di "valori mobiliari"⁴⁹. Anche se questo sembra essere, a volte, un problema complesso da risolvere, è – in effetti – lungi dall'essere tale, giacché si esaurisce nella questione di accertare se un token possa essere assimilato a un'azione, a un'obbligazione, o a qualcosa di simile. Poiché il parametro di riferimento che si deve considerare è di solito chiaramente identificabile ai sensi della disciplina societaria di diritto comune, o delle regole applicabili

⁴⁹ Allegato I, sezione C, punto 1, MiFID II. Art. 4, par. 1 (44), MiFID II, fornisce la seguente definizione di "valori mobiliari": per "valori mobiliari" si intendono quelle classi di valori mobiliari che sono negoziabili sul mercato dei capitali, ad eccezione degli strumenti di pagamento, come ad esempio: (a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, società di persone o altre entità e certificati di deposito relativi ad azioni; (b) obbligazioni o altre forme di debito cartolarizzato, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli; (c) qualsiasi altro titolo che dia il diritto di acquisire o vendere tali valori mobiliari o che dia luogo a un regolamento in contanti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure.

agli strumenti finanziari (v. MiFID), l'esercizio è, nella maggior parte dei casi, non impossibile da eseguire, e i risultati generalmente accettabili. Ciò che è importante sottolineare è che non tutti i token ICO possono essere considerati valori mobiliari: questo è particolarmente vero per gli utility token ("puri"), che non rientrano in nessuna delle categorie contemplate nella definizione fornita ai sensi della MiFID e/o regolamento UE sul prospetto.

– Secondo: se un token si qualifica come (semplice) strumento di pagamento, esso non è – chiaramente – uno strumento finanziario ai fini della MiFID, né ai fini del regolamento UE sul prospetto.

– Terzo: poiché è improbabile che un token sia incluso tra gli "strumenti del mercato monetario" di cui all'allegato I, sezione C (2), alcuni token potrebbero invece qualificarsi come parti di organismi di investimento collettivo (OIC) di cui all'allegato I, Sezione C (3): in particolare, quando il capitale raccolto attraverso il token è investito in un portafoglio diversificato di attività, simile a quello di un organismo di investimento collettivo⁵⁰ come definito nel diritto dell'UE (cfr. le direttive UCITS e AIFMD).

Naturalmente, affinché un token finanziario possa essere considerato uno strumento finanziario, in particolare un titolo trasferibile che rientra nell'allegato I, sezione C (1) – ossia, un valore mobiliare – esso deve essere "negoziabile". Sebbene non vi sia affatto unanimità di opinioni su come questo requisito debba essere inteso nel contesto del regime MiFID, si può dire, tuttavia, che la domanda non è particolarmente rilevante ai nostri fini⁵¹, e ciò in quanto, nel contesto dei token, essa rileva allo stesso modo in cui rileva per qualsiasi altro strumento finanziario.

È anche opportuno porre in luce che, se un token deve essere considerato alla stregua di "valore mobiliare" come identificato nella MiFID II, esso rientrerà nel regime UE sul prospetto informativo, come recentemente riformulato nel regolamento (UE) 2017/1129 del 14 giugno 2017⁵². A

⁵⁰ Cfr. ESMA Advice, ESMA50-157-139, *Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 2019, ove questa opzione è considerata per alcune tipologie di token.

⁵¹ A tal riguardo, si vedano le differenti posizioni delle Autorità di Vigilanza Europee interpellate ai fini dell'ESMA Advice, ESMA50-157-139, *Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 2019.

⁵² Il regolamento sul Prospetto Informativo si applica ai "titoli": in base all'art. 2 del regolamento si tratta di "valori mobiliari come definiti al punto (44) dell'articolo 4, paragrafo 1, della direttiva 2014/65/UE, ad eccezione degli strumenti del mercato monetario come definiti al punto (17) dell'articolo 4, paragrafo 1, della direttiva 2014/65/UE, aventi una scadenza inferiore a 12 mesi". Pertanto, vi è chiaramente una giustapposizione tra la MiFID II e il regolamento

meno che non si verifichi un caso di esenzione, la conseguenza sarà che l'offerta di token al pubblico, nel contesto di una ICO, richiederà la predisposizione del prospetto, là dove, di contro, un semplice white paper non sarebbe sufficiente. Se, invece, il token si qualifica come una quota di un organismo di investimento collettivo, la sua offerta sarà soggetta alle norme che disciplinano l'offerta/distribuzione di fondi ai sensi della direttiva relativa ai GEFIA o, eventualmente, UCITS, con applicazione delle norme pertinenti secondo tali direttive.

Il vero problema, quindi, consiste nello stabilire se i token – che, nel regime MiFID non si qualificano come valori mobiliari, o come quote di organismi di investimento collettivo – siano riconducibili a uno qualsiasi degli altri tipi di strumenti finanziari dell'elenco MiFID. Avendo escluso gli strumenti del mercato monetario, la categoria che può assumere rilievo è quella dei derivati che, secondo MiFID II, possono essere suddivisi in derivati finanziari e su merci. I derivati finanziari, ai fini della presente indagine, non pongono particolari problemi: se, infatti, un token deve essere assimilato ad un valore mobiliare, o ad una quota di OICR⁵³, e se è esso è utilizzato come sottostante di un contratto derivato, quest'ultimo sarà ovviamente un derivato finanziario a tutti gli effetti. Il problema riguarda, piuttosto, i token che non rientrano in queste due categorie e, in particolare, gli utility token e i token ibridi (se si utilizza la classificazione tipica derivante dall'approccio bottom-up).

Orbene, è noto che, con riguardo ai derivati su merci, l'approccio di MiFID II (come già di MiFID I) consiste nel ricomprendere nel suo ambito i derivati su merci aventi taluni elementi di finanziarità. Non tutti i derivati su merci, infatti, rientrano nel regime MiFID, ma soltanto quelli che presentano elementi di natura "finanziaria", come enucleati dalla stessa MiFID. L'identificazione di tali elementi "finanziari" è una delle questioni più complesse dell'intero panorama MiFID: un vero crocevia, con delicati equilibri, tra regolamentazione delle attività finanziarie, ed economia reale⁵⁴. Sulla base di un'evoluzione che, dal primo approccio di MiFID I, è

sul prospetto per un token che rientra nella categoria dei "valori mobiliari". Si veda anche P. MAUME, *Initial Coin offerings and EU Prospectus Disclosure*, 2019, <<https://ssrn.com/abstract=3317497>>.

⁵³ D.A. ZETSCHE, R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, L. FÖHR, *The ICO Gold Rush, It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators*, in *University of Luxembourg Law Working Paper No. 11/2017*, 26.

⁵⁴ A. SCIARRONE ALIBRANDI, E. GROSSULE, *Commodity Derivatives*, in D. BUSCH, G. FERRARINI (ed.), *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, OUP, 2017, 439 ss. Alcune osservazioni preliminari, prima dell'entrata in vigore della MiFID II, si trovano anche in

ora consolidata in MiFID II, la natura finanziaria dei derivati su merci dipende dalla considerazione di alcuni elementi di base:

(i) la nozione sostanzialmente anodina di “beni”, che include, in effetti, qualsiasi attività, parametro, indice, diritto, variabile, ecc., che sia impiegato come sottostante di uno strumento derivato⁵⁵;

(ii) la nozione estremamente ampia di “strumento derivato”, che comprende non solo i derivati più standard e, in qualche modo, “tipici” (come futures, opzioni, swap, ecc.), ma anche qualsiasi struttura, contratto, strumento simile a uno qualsiasi di essi;

(iii) il fatto che – in alternativa – il derivato sia regolato (o possa essere regolato su opzione delle parti, a seconda dei casi), in contanti e/o il fatto che il derivato sia negoziato in una sede di negoziazione riconosciuta ai sensi della MiFID II⁵⁶.

Ai nostri fini, la questione può quindi essere posta come segue. Se i token devono essere inclusi nelle categorie di base di strumenti finanziari secondo la MiFID II – per ciò intendendosi quelli contemplati nell'allegato I, sezione C (1), (3) – essi sono, semplicemente, strumenti finanziari e, come tali, soggetti ai requisiti MiFID II, e anche al regime del prospetto UE (o, eventualmente, ai requisiti AIFMD-UCITS se devono essere considerati come unità di investimenti collettivi di capitale). Se, al contrario, i token non sono riassumibili in queste due categorie di base, potrebbero – eventualmente – qualificarsi come derivati su merci, secondo le definizioni contenute nella MiFID II. In tale ultimo caso, quando tali token sono negoziati in una sede di negoziazione riconosciuta, essi si qualificano come strumenti finanziari⁵⁷.

F. ANNUNZIATA, *Strumenti derivati, disciplina del mercato dei capitali ed economia reale: una frontiera mobile. Riflessioni a margine del progetto di revisione della MiFID*, in UMBERTO MORERA, RICCARDO BENCINI (ed.), *I contratti 'derivati': dall'accordo alla lite*, Il Mulino, Bologna, 2013, 13 ss.

⁵⁵ In questo senso, la nozione di “beni”, nel contesto della MiFID II, include sia i beni tipici dei derivati in questione sia qualsiasi altro bene, attività, parametro, diritto, obbligazione (incluso quindi anche quelli che, per comodità, possono essere identificati come derivati “esotici”, come ha fatto l'ESMA stessa nel progetto di relazione finale dell'ESMA, *Draft Regulatory and Implementing Technical Standards MiFID II/MiFIR*, ESMA/2015/14, 28 settembre 2015).

⁵⁶ Ciò include, come è noto, i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli OTF.

⁵⁷ Inoltre, alla fine – in base al diritto puramente nazionale – i token potrebbero anche ricadere in un regime più ampio, ed essere soggetti alle regole del prospetto, anche se non sulla base della legislazione dell'UE. Questo è, come già rilevato, il caso – ad esempio – della legge ita-

Detto questo, ora può sembrare più chiaro che la tassonomia dei token, derivante dall'approccio bottom-up, potrebbe diventare inutile osservando le sedi di negoziazione in cui i token potrebbero essere effettivamente scambiati. Se, infatti, un token – che può essere qualificato come derivato – viene scambiato in una sede di negoziazione ex-MiFID, esso assume la natura di uno strumento finanziario, indipendentemente dal fatto che si tratti di utility token, di un asset token, o di un token ibrido. L'approccio top-down si concentra, allora, non sulla tassonomia dei token, ma su quella della sede di negoziazione: da un lato il token “negoziato”, diverrebbe soggetto all'intero regime MiFID; dall'altro lato, la sede in cui il token viene scambiato dovrebbe, a sua volta, qualificarsi come sede di negoziazione soggetta al regime MiFID (ovvero, come un RM, un MTF o un OTF, a seconda dei casi).

La domanda sulla potenziale qualificazione dei token come derivati è, allo stato attuale del dibattito, sostanzialmente aperta e sussiste un significativo livello di incertezza a riguardo: ciò risulta anche dall'indagine condotta tra le autorità di vigilanza degli Stati membri nel contesto del Parere ESMA del 2019. Tuttavia, l'impressione che emerge dalle analisi finora condotte è che questo profilo non è stato sufficientemente approfondito. Fino ad ora, l'attenzione è stata principalmente focalizzata sulla necessità di qualificare i token come attività idonee all'inclusione nelle categorie di base di strumenti finanziari regolati dalla MiFID, mentre la questione della loro riconducibilità ai derivati sembra sostanzialmente trascurata. Riteniamo che la questione non possa essere risolta in senso generale, giacché richiede un esame caso per caso del singolo token, e delle sue caratteristiche⁵⁸. Certamente, quando il token ha, come sottostante, uno strumento per la raccolta di capitali che può essere ricondotto alle tassonomie dei “valori mobiliari”, la sua qualificazione come derivato risulta, tutto sommato, facile, e il token sarebbe molto probabilmente un derivato finanziario sotto tutti gli aspetti. Al contrario, quando si considera un puro utility token, o un token ibrido, la domanda è più complessa, data la necessità di verificare, in particolare, se: (i) il token ha un “sottostante”; (ii) il valore del token può variare in funzione di tale “sottostante”; (iii) il token può es-

liana, secondo la quale tali token rientrerebbero nella definizione di “prodotti finanziari”, che viene utilizzata nel contesto della normativa sui prospetti nazionali, e che è più ampia di quella dei “valori mobiliari” rilevanti ai sensi del regime dei prospetti UE.

⁵⁸ Infatti, nell'ESMA Advice del gennaio 2019, alcuni dei sei token analizzati sembrano avere caratteristiche tali da essere potenzialmente assimilabili agli strumenti derivati, anche se, su questo punto, le posizioni espresse dalle autorità di vigilanza non sono inequivocabili (cfr., in particolare, i paragrafi 76-89).

sere regolato in contanti o se, di fatto, è negoziato in una sede di negoziazione.

In realtà crediamo che, in molti casi la risposta sarebbe positiva, tenendo anche conto dell'ampio approccio della MiFID II⁵⁹, e del fatto che la tecnologia sembra ormai prossima a consentire la negoziazione di token su piattaforme organizzate in modo multilaterale⁶⁰.

In questa prospettiva, chiedersi se un token può essere qualificato come un "bene" (secondo il significato standard del termine), o come un "diritto", valutando, la sua forma giuridica (materiale, immateriale, ecc.), diventa un esercizio poco fruttuoso⁶¹. Il trattamento dei token, infatti, nel contesto di MIFID II è de-correlato alla sua qualificazione secondo le categorie generali del diritto privato (contratti, diritti reali, diritti di credito) nonché dalla natura del suo sottostante, poiché l'elemento chiave diviene lo scambio dello stesso in una sede di negoziazione, e la possibilità di qualificarlo come strumento derivato.

Si dovrebbe anche considerare che questa analisi deve essere condotta tenendo conto (soprattutto) di come i token circolano o, meglio, sono destinati a circolare dopo la loro emissione, secondo un giudizio di tipo prognostico. Ciò significa che un token emesso in un contesto in cui non viene fatto esplicito riferimento alla possibilità immediata di scambiarlo su una piattaforma di trading, dovrebbe essere considerato come uno strumento finanziario se lo si intende fare in una fase successiva, secondo un'aspettativa ragionevole⁶².

⁵⁹ Si veda la formulazione dell'Allegato I, sezione C, punto 10, che comprende, tra l'altro, i contratti a termine su tassi d'interesse e altri contratti derivati relativi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, tassi d'inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, è emblematica a questo proposito, quando l'esecuzione è effettuata mediante il pagamento di differenziali in contanti o può essere effettuata a discrezione di una delle parti, salvo che ciò sia dovuto a inadempimento o ad altro evento che dia luogo alla risoluzione del contratto, nonché altri contratti derivati relativi a beni, diritti, obblighi, indici e misure non altrimenti specificati nella presente sezione.

⁶⁰ Si veda, ad esempio: N. DE, *OpenFinance Launches Regulated Trading Platform for Security Tokens*, *CoinDesk*, 28 agosto 2018, <<https://www.coindesk.com/openfinance-launches-regulated-trading-platform-for-security-tokens>>.

⁶¹ Ciò non significa che la questione della qualificazione dei token a livello di diritto privato non sia importante; tuttavia, può essere del tutto irrilevante per stabilire se i token sono rilevanti per la legislazione dei mercati dei capitali.

⁶² Sebbene un giudizio prospettico possa presentare troppi elementi di incertezza, va notato che l'esistenza di un mercato secondario sufficientemente liquido può essere un elemento chiave per gli investitori per decidere se acquisire o meno il token. Se, pertanto, i whitepaper mostrano che è probabile che il token sia negoziato su una piattaforma di negoziazione organizzata, ciò sarà rilevante per la sua qualificazione ai sensi, prima di tutto, della MiFID.

3.2. Alla ricerca delle sedi di negoziazione

Una volta raggiunta questa conclusione, il problema della qualificazione dei token non può, tuttavia, dirsi completamente risolto. In effetti, il problema è legato alla configurazione delle piattaforme di trading dei token e dei mercati secondari e, in particolare, alla possibilità di ricondurre le piattaforme di scambio dei token a uno dei tre tipi di sedi di negoziazione regolate dalla MiFID II. Come già notato, un token – che non è semplicemente uno “strumento trasferibile” o un’unità di un OICR – dovrebbe essere considerato come uno strumento finanziario se, avendo accertato che esso ha una componente di natura derivativa, esso è negoziato su una piattaforma, che si qualifica come sede di negoziazione ai sensi della MiFID II. Partendo dal presupposto che le caratteristiche fondamentali delle sedi di negoziazione regolate dalla MiFID II siano note al lettore di queste note, diviene allora necessario valutare la presenza, in una determinata situazione, di un sistema “organizzato” di scambio, secondo i parametri della disciplina dell’Unione. Su questo punto, le nuove regole introdotte dalla MiFID II sembrano piuttosto problematiche. Senza entrare in troppi dettagli, è sufficiente evidenziare un (nuovo) elemento di MiFID II, che connota, innanzitutto, i mercati regolamentati. Secondo l’art. 44, par. 1 della direttiva, l’autorizzazione a costituire e gestire un mercato regolamentato è ora concessa al “sistema”, piuttosto che (come era precedentemente) all’entità giuridica che avrebbe istituito il sistema stesso⁶³. Inoltre, nel caso di un mercato regolamentato che è una persona giuridica e che è gestito o scambiato da un operatore di mercato diverso dal mercato regolamentato stesso, gli Stati membri stabiliscono in che modo i diversi obblighi imposti all’operatore del mercato ai sensi della direttiva essere ripartito tra il mercato regolamentato e il gestore del mercato (art. 44, comma 1).

Di contro, per le altre due sedi di negoziazione – MTF e OTF – l’autorizzazione a costituire e gestire la sede deriva da quella di fornire la relativa attività di investimento (come definita all’allegato I della direttiva), che può essere concessa a un’impresa di investimento, o ente creditizio, o ad una società di gestione di mercati regolamentati: la licenza viene quindi rilasciata *a tantum*, e consente all’operatore del mercato di istituire uno o più sistemi di negoziazione, senza la necessità di richiedere un’autorizzazione specifica per ciascuno. Per i mercati regolamentati, il profilo soggettivo è quindi separato da quello dell’attività. L’autorizzazione si riferi-

⁶³ Lo scopo sembra essere quello di facilitare la “possibile circolazione” delle sedi di negoziazione tra i diversi operatori di mercato.

sce, infatti, al sistema; il gestore non è il destinatario diretto dell'autorizzazione ma è – più semplicemente – un requisito per la concessione dell'autorizzazione stessa al “sistema” di scambio. Sebbene la direttiva non fornisca molti indizi che aiutino a stabilire chiaramente cosa si intende per “sistema”, sembra che il termine debba essere inteso come indicativo di un insieme organizzato di strutture e regole, idoneo a consentire il funzionamento della piattaforma di negoziazione, e lo svolgimento delle funzioni tipiche di un mercato regolamentato (secondo la relativa definizione normativa): ovvero la combinazione, in modo multilaterale e non discrezionale, di molteplici interessi di acquisto o di vendita, in modo tale da portare alla conclusione di contratti. A riguardo, il considerando 7 del Regolamento “MiFIR” specifica che il termine “sistema” comprende tutti quei mercati costituiti da un insieme di regole, e da una piattaforma di negoziazione, nonché quelli che funzionano solo sulla base di un insieme di regole. In definitiva, anche sulla base di altre previsioni del Regolamento, si può concludere – almeno provvisoriamente – che, affinché esista un “sistema”, è necessario che sussista una serie di regole (stabilite in anticipo e non a discrezione dell'operatore) e di un'infrastruttura tecnica (configurabile in vari modi) in grado di consentire al sistema di funzionare in modo efficace. Tuttavia, dei due elementi, il primo (definizione delle regole) sembra essere quello che davvero conta. Le formule utilizzate dal legislatore dell'Unione, in effetti, contemplanò la possibilità da parte dell'operatore della piattaforma di utilizzare accordi di esternalizzazione per la gestione delle strutture tecniche del mercato, nel rispetto dei principi generali stabiliti nella MiFID II. Al contrario, la definizione delle regole che governano, tra l'altro, l'accesso al mercato, l'inserimento degli ordini e la conclusione dei contratti (regole non discrezionali per definizione, dal momento che stiamo parlando di un mercato regolamentato) dovrebbero essere attività che possono essere svolte solo dall'operatore del mercato, e non possono essere delegate a soggetti terzi⁶⁴.

⁶⁴ In ogni caso non è molto chiaro come un'autorizzazione possa essere rilasciata ad un “sistema” e non ad un “soggetto”. Sembra, infatti, che questa innovazione abbia scarso impatto pratico su sistemi, come quello italiano, dove la struttura e l'organizzazione dei mercati regolamentati sono nelle mani di operatori di mercato, che si qualificano come “soggetti giuridici”, cioè dotati di personalità giuridica. In questo caso, la distinzione tra l'autorizzazione concessa al gestore e l'autorizzazione concessa al sistema è più formale che sostanziale. Al contrario, nei Paesi in cui il “sistema” potrebbe, invece, essere dotato di una propria forma autonoma di soggettività giuridica, la distinzione sembrerebbe avere maggiore rilevanza, replicando così, nella materia in esame, una struttura già ampiamente realizzata, e nota, in altri settori della normativa finanziaria, dove è prevista la quasi-personalizzazione di “patrimoni” autonomi (tipicamente, questo è il caso degli organismi di investimento collettivo del risparmio). A differenza degli altri

Per dirla senza mezzi termini, affinché un “mercato regolamentato” rientri nella MiFID II, la proprietà, la titolarità o anche soltanto la predisposizione materiale delle infrastrutture del sistema di negoziazione sembra essere poco rilevante. Ciò che conta, invece, è la capacità di stabilire le regole che governano il sistema e in base alle quali i contratti vengono eseguiti sulla piattaforma: è questo il “nucleo” del sistema. Concetti simili sembrano valere per gli MTF e gli OTF, sebbene l’approccio adottato dalla MiFID II per queste altre sedi di negoziazione sia diverso, in quanto gli MTF e gli OTF non sono i “sistemi” che ricevono la licenza: l’autorizzazione è, infatti, fornita all’impresa di investimento, ente creditizio o operatore di mercato pertinenti e si riferisce allo svolgimento delle attività di investimento che rientrano nell’allegato I, sezione A, numero 8) e 9).

Tuttavia, anche per gli MTF e gli OTF, la linea di demarcazione che potrebbe separare l’entità autorizzata a regolare il sistema di scambio, da quella che lo “gestisce” (fornendo, tra l’altro, le relative infrastrutture e il supporto tecnologico), può essere chiaramente identificata. Un sistema multilaterale di negoziazione potrebbe essere, ad esempio, istituito dall’impresa di investimento “xyz”, ma tutte le sue infrastrutture di base potrebbero essere esternalizzate a una terza entità (che non sarebbe necessariamente un’entità regolamentata ai sensi della MiFID), lasciando all’impresa di investimento la funzione principale di stabilire e governare le regole secondo le quali l’MTF funziona. Una situazione simile può verificarsi anche in relazione agli OTF.

Queste considerazioni catturano, per così dire, il nocciolo del problema: il fatto che un token venga scambiato su una “piattaforma” non è sufficiente per renderlo uno strumento finanziario (derivato), tranne quando tale piattaforma è configurata come “sede di negoziazione” ai sensi della MiFID. E il “nocciolo” della questione – che il sistema sia identificato come sede di negoziazione – non sta tanto nell’infrastruttura tecnologica della piattaforma (che, come abbiamo visto, può essere oggetto di accordi di esternalizzazione con terzi), ma nella capacità di definire e stabilire le regole che ne governano il funzionamento. Ai sensi della MiFID, quindi, affin-

due sistemi multilaterali (MTF e OTF), per i mercati regolamentati esiste una corrispondenza bidirezionale tra autorizzazione e “sistema”, ossia ogni sistema corrisponde a un’autorizzazione. In questo contesto, il funzionamento del mercato (o, in altre parole, la gestione del “sistema”) può essere effettuata dalla stessa persona giuridica (vi sarebbe quindi una coincidenza tra il gestore del mercato e il sistema), da un terzo o da un consiglio interno del gestore del mercato. La direttiva lascia gli Stati membri liberi su questo punto, consentendo anche alla legislazione nazionale di conferire al sistema personalità giuridica, fatta salva la necessità di regolamentare la ripartizione dei ruoli e dei compiti tra i vari soggetti coinvolti.

ché si abbia una sede di negoziazione (sia essa una RM, un MTF o un OTF), è necessario identificare un “soggetto” che definisce e fissa le regole di funzionamento del sistema⁶⁵. Se, e nella misura in cui la tecnologia sembra ora consentire lo sviluppo di scambi di token puramente “decentralizzati”⁶⁶, potrebbe, allora, essere impossibile identificare “un’entità” che svolge il ruolo sopra menzionato: ciò eliminerebbe i token scambiati su quella piattaforma dal perimetro degli strumenti finanziari MiFID e, quindi, dal campo di applicazione delle regole e dei relativi requisiti MiFID.

La decentralizzazione delle piattaforme di trading, quindi, è la “*poison pill*” che, al momento, e salve future riforme, renderebbe la disciplina dell’Unione davvero incapace di catturare e regolare il fenomeno dei *token* propri del fenomeno delle ICO.

Questo è – ci sembra – un punto degno di nota, non adeguatamente considerato anche dalle indagini più recenti e sul quale crediamo sia utile che vengano fatte ulteriori riflessioni, anche nel contesto di future iniziative legislative. Solo integrando l’analisi delle piattaforme di trading nel tipico approccio dal basso verso l’alto è, infatti, possibile comprendere appieno le ICO.

3.3. Osservazioni conclusive

Pro-futuro, quale approccio dovrebbero adottare regolatori e supervisori riguardo al fenomeno dei cripto-asset e, in particolare, dei token? Anche supponendo, infatti, che – secondo l’analisi effettuata – alcuni token

⁶⁵ Questo è assolutamente chiaro dalla definizione di mercati regolamentati, MTF e OTF secondo la MiFID II (art. 4): “mercato regolamentato”: un sistema multilaterale gestito e/o gestito da un gestore del mercato, che riunisce o facilita l’incontro di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi in strumenti finanziari – nel sistema e secondo le sue regole non discrezionali – in modo da dare luogo a un contratto, relativamente agli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in base alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente e in conformità al titolo III della presente direttiva; “sistema multilaterale di negoziazione” o “sistema multilaterale di negoziazione”: sistema multilaterale, gestito da un’impresa di investimento o da un gestore del mercato, che riunisce interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi in strumenti finanziari – nel sistema e secondo regole non discrezionali – in modo da dare luogo a un contratto conformemente al titolo II della presente direttiva; “sistema organizzato di negoziazione” o “sistema organizzato di negoziazione”: sistema multilaterale, gestito da un’impresa di investimento o da un gestore del mercato, che riunisce interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi in strumenti finanziari – nel sistema e secondo regole non discrezionali – in modo da dare luogo a un contratto conformemente al titolo II della presente direttiva; “sistema organizzato di negoziazione”: un sistema multilaterale che non è un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione e nel quale interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi in obbligazioni, prodotti finanziari strutturati, quote di emissioni o derivati possono interagire nel sistema in modo da dare luogo a un contratto conformemente al titolo II della presente direttiva.

⁶⁶ Un modello, in breve, di scambio totalmente orizzontale.

possano essere ricondotti alle categorie di base della regolamentazione dei mercati dei capitali (in particolare, alle nozioni di “valori mobiliari” e/o “strumenti finanziari”), la novità del fenomeno pone la sfida di decidere se introdurre significativi adeguamenti alla regolamentazione vigente. La domanda di fondo – sollevata più volte nel contesto dei fenomeni Fintech – è anche se le regole debbano rimanere o meno tecnologicamente neutre⁶⁷, anche alla luce dei fenomeni dirompenti a cui stiamo assistendo.

Sono in discussione diverse questioni: da quelle che toccano i profili più strutturali (ad esempio, se le attuali normative siano effettivamente in grado di governare i rischi derivanti dalle nuove tecnologie), a quelle relative al principio di proporzionalità, alla necessità di combinare lo sviluppo dei mercati con la protezione degli utenti, ecc. Il dibattito è aperto ma riteniamo che un approccio alternativo alla qualificazione delle cripto-attività dovrebbe essere attentamente considerato: un approccio in base al quale la “dimensione” dei mercati secondari è, in definitiva, compenetrato con l’analisi più tradizionale che si ferma alla natura intrinseca di quegli asset. Forse, se si segue un approccio di questo tipo, i token potrebbero finalmente parlare e rispondere alla domanda che Macbeth rivolge alle streghe: che cosa siete?

⁶⁷ Il principio della “neutralità tecnologica” dei mercati dei capitali e della regolamentazione finanziaria è stato, *ex multis*, ribadito dall’ESMA nel suo documento ESMA, *ESMA response to the Commission Consultation Paper on Fintech: A more competitive and innovative financial sector*, ESMA50-158-457, 7 giugno 2017, 1: «*A more competitive and innovative financial sector ‘ESMA would also want to stress that it adheres to the core principles (technological neutrality, proportionality and market integrity) highlighted by the Commission and agrees that any EU policies aiming to ensure the financial sector takes advantage of cutting-edge technologies, while remaining sound and safe for investors, need to integrate these principles.*»

