

# LUISS



Libera Università Internazionale degli Studi Sociali

Corso di laurea magistrale a ciclo unico in Giurisprudenza  
Cattedra di Diritto Dei Mercati Finanziari

## CLASSIFICAZIONE DI TOKEN E CRIPTO-ATTIVITA' NELLA DISCIPLINA DEL MERCATO FINANZIARIO

Relatore:

Chiar.mo Prof. Salvatore Providenti

Correlatore:

Chiar.ma Prof. Marino Perassi

Candidato:  
Ottavian Rocco  
Matricola n.  
155803

Anno Accademico 2022/2023



## INDICE:

<b>ELENCO ABBREVIAZIONI:</b> .....	7
<b>INTRODUZIONE:</b> .....	8
<b>CAPITOLO I. LA CLASSIFICAZIONE DELLE CRIPTO-ATTIVITA' ELABORATA DALLA DOTTRINA</b> .....	10
<b>1. INTRODUZIONE:</b> .....	11
1.1. La tecnologia DLT e la <i>blockchain</i> : .....	13
<b>2. UTILITY TOKEN: NOZIONE E PRINCIPALI CARATTERISTICHE</b> .....	17
<b>3. PAYMENT TOKEN: NOZIONE E PRINCIPALI CARATTERISTICHE</b> .....	22
3.1. Il bitcoin.....	25
<b>4. SECURITY TOKEN: NOZIONE E PRINCIPALI CARATTERISTICHE</b> .....	33
<b>5. GLI NFTs</b> .....	37
<b>6. LA PARTICOLARE CLASSE DELLE STABLECOIN</b> .....	42
<b>7. CONCLUSIONI: RISCHI E BENEFICI DELLE CRIPTO-ATTIVITA' </b> .....	45
<b>CAPITOLO II. LE ESPERIENZE REGOLAMENTARI: TRA QUALIFICAZIONE GIURIDICA E IPOTESI DI DISCIPLINA</b> .....	49
<b>1. INTRODUZIONE:</b> .....	50
<b>2. L'ATTIVITA' REGOLAMENTARE DEL LEGISLATORE INTERNO E COMUNITARIO E DELLE AUTORITA' DI VIGILANZA</b> .....	51
2.1. Il contributo a livello interno e comunitario delle Autorità di vigilanza .....	56
<b>3. IL CONTRIBUTO DELLA CONSOB. CON IL DOCUMENTO DI DISCUSSIONE</b> .....	60
3.1. Aspetti definatori.....	62
3.2. Aspetti regolamentari .....	66
3.3. Conclusioni.....	68
<b>4. LA DISCIPLINA DELLE CRIPTO-ATTIVITA' A MALTA</b> .....	69

4.1. l’approccio del legislatore maltese al problema della qualificazione giuridica delle cripto-attività e dell’ambito di applicazione del VFA Act .....	74
4.2. Considerazioni conclusive circa l’approccio regolamentare maltese.....	81
<b>5. LA REGOLAMENTAZIONE DELLE CRIPTO-ATTIVITA’ NEGLI STATI UNITI.....</b>	<b>83</b>
5.1. Il ruolo della SEC e l’Howey Test.....	84
5.2. La commodity Futures Trading Commission (CFTC) e la sua posizione rispetto a bitcoin e le altre Criptovalute .....	93
5.3. Conclusioni in merito alla regolamentazione statunitense .....	94
<b>6. L’APPROCCIO REGOLAMENTARE SVIZZERO IN TEMA DI CRIPTO-ATTIVITA’ .....</b>	<b>96</b>
6.1. Introduzione e principali elementi positivi della regolamentazione svizzera sulle cripto-attività .....	96
6.2. Il ruolo della FINMA.....	98
6.3. Gli adattamenti del diritto federale agli sviluppi della tecnologia DLT.....	101
6.4. Conclusioni: utilità per il legislatore interno .....	104
<b>7. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE.....</b>	<b>105</b>
<b><i>CAPITOLO III. IL REGOLAMENTO MICA: NUOVA PROSPETTIVA DI REGOLAMENTAZIONE E PROBLEMI CIRCA IL SUO AMBITO DI APPLICAZIONE</i></b>	<b><i>107</i></b>
<b>1. INTRODUZIONE. L’IMPORTANZA DI UN INTERVENTO DEL LEGISLATORE COMUNITARIO.....</b>	<b>108</b>
<b>2. LA DISCIPLINA DEI PROVIDERS DI SERVIZI PER LE CRIPTO-ATTIVITA’ .....</b>	<b>109</b>
2.1. Introduzione, obiettivi perseguiti e approccio del legislatore europeo.....	109
2.2. Il regime autorizzativo.....	112
2.3. Lo statuto normativo dei providers.....	116
2.4. La disciplina dei servizi.....	120
2.5. Considerazioni conclusive in tema di disciplina dei <i>providers</i> .....	127
<b>3. LE ICO NEL REGOLAMENTO MICA.....</b>	<b>128</b>
3.1. ICO e IPO. Elementi in comune e principali differenze.....	129

3.2. La disciplina delle ICO di cripto-attività diverse dai <i>token</i> collegati ad attività e <i>token</i> di moneta elettronica.....	131
3.3. La disciplina delle ICO di <i>token</i> collegati ad attività e <i>token</i> di moneta elettronica .....	135
<b>4. QUALI SONO LE CRIPTO-ATTIVITA' RIENTRANTI NELL'AMBITO DI APPLICAZIONE DI MICA? IL PROBLEMA DELLA DEFINIZIONE IN NEGATIVO DELL'AMBITO DI APPLICAZIONE .....</b>	<b>136</b>
4.1. La rilevanza pratica del problema .....	139
4.2. Dimenticanza o scelta del legislatore?.....	141
<b>5. LE LINEE GUIDA DELL'ESMA. PROFILI RILEVANTI CHE DOVREBBERO ESSERE VALUTATI DALL'AUTORITA' .....</b>	<b>143</b>
5.1. Il contenuto delle linee guida e degli standard tecnici.....	144
<b>6. UNA SOLUZIONE ALTERNATIVA .....</b>	<b>151</b>
6.1. Gli eventuali criteri da utilizzare .....	152
6.2. il contenuto dell'eventuale punto C 12) dell'Allegato I Sezione C MiFID II....	154
6.3. Il ruolo dell'ESMA .....	155
6.4. Il ruolo delle autorità nazionali competenti .....	157
<b>7. ALCUNI CASI PRATICI.....</b>	<b>159</b>
7.1. Young Token (YNG).....	159
7.2. ECOTERRA Token.....	162
7.3. Binance Coin (BNB) .....	165
7.4. NEXO Token.....	168
<b>8. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE.....</b>	<b>170</b>
<b>CONCLUSIONI: .....</b>	<b>172</b>
<b>BIBLIOGRAFIA: .....</b>	<b>176</b>



## **ELENCO ABBREVIAZIONI:**

CASP:	<i>Crypto-Asset Service Providers</i>
DLT:	<i>Distributed Ledger Technology</i>
EBA:	<i>European Banking Authority</i>
ESA:	<i>European Supervisory Authority</i>
ESMA:	<i>European Securities and Markets Authority</i>
FINMA:	<i>Swiss Financial Market Supervisory Authority</i>
GAFI:	<i>Gruppo d'Azione Finanziaria Internazionale</i>
ICO:	<i>Initial Coin Offering</i>
IPO:	<i>Initial Public Offering</i>
MiCA:	<i>Markets in Crypto-Assets</i>
NFT:	<i>Non-Fungible Token</i>
UIF:	<i>Unità di Informazione Finanziaria</i>
VFA:	<i>Virtual Financial Asset</i>
VFAA:	<i>Virtual Financial Asset Act</i>

## INTRODUZIONE:

Il fenomeno della digitalizzazione ed in generale l'avanzamento tecnologico hanno, soprattutto negli ultimi anni, completamente stravolto la vita e i rapporti delle persone, garantendo alle stesse sia la possibilità di godere di numerosi vantaggi e sia di abbattere numerose barriere altrimenti insuperabili.

I grandi cambiamenti con rivoluzionari effetti sulla vita delle persone, però, oltre a garantire un netto miglioramento della vita e del benessere sociale, comportano ovviamente importanti rischi e pericoli. Uno dei più importanti esempi di questa contemporanea presenza di vantaggi e svantaggi nell'innovazione tecnologica è la *Distributer Ledger Technology* (DLT) e la sua più importante applicazione consistente nelle cripto-attività.

Le cripto-attività, come si vedrà meglio in seguito, nascono con la pubblicazione nel 2008 del White Paper di Bitcoin ad opera della misteriosa figura di Satoshi Nakamoto. Da quel momento in poi, se pur con un'iniziale lentezza, il fenomeno delle cripto-attività è cresciuto a dismisura, quasi esponenzialmente, diventando così accessibile a tutti e aumentando così l'attenzione di tutti i legislatori del Mondo, i quali, chi più chi meno, e con una più o meno tempestività, hanno considerato la possibilità e la necessità di intervenire per regolare tale fenomeno, cercando di garantire da una parte la crescita virtuosa di un mercato i cui vantaggi sono generalmente riconosciuti e dall'altra di tutelare i vari operatori di tale mercato dalle possibili insidie che potrebbero incontrare, con particolare riferimento alla figura dei consumatori/investitori, i quali, risultano essere i primi ad essere esposti al rischio di uscirne danneggiati.

L'obiettivo di questo elaborato è proprio quello di cercare di individuare le principali azioni ed in generale gli approcci che i vari legislatori nazionali e quello comunitario, stanno adottato per regolare un fenomeno ancora privo di qualsivoglia disciplina. Per fare ciò, il primo capitolo cercherà di mettere in luce le principali caratteristiche delle cripto-attività e le varie fattispecie esistenti, cercando di identificarne le peculiarità, le varie differenze presenti con le altre fattispecie e gli approcci qualificatori adottati da legislatori, Autorità di vigilanza e dottrina.

Il secondo capitolo, invece, verterà in primis su quanto è stato fatto a livello regolamentare in Italia e in Unione Europea (prima di MiCA) e successivamente sulle concrete azioni e sugli approcci adottati da alcuni legislatori nazionali nel corso degli ultimi cinque anni che

possono essere considerati “pioneristici” e da cui l’Unione Europea, ma anche l’Italia, potrebbe prendere spunto nel compimento dei prossimi passi richiesti sia per disciplinare quegli aspetti che non verranno coperti dal nuovo Regolamento MiCA da poco pubblicato in Gazzetta Ufficiale dell’Unione e sia per andare a risolvere le problematiche che sono già state riscontrate da gran parte della dottrina nel testo di tale nuovo Regolamento, le quali, diventeranno estremamente rilevanti al fine di garantire l’efficace applicazione delle regole in esso contenute.

Nel terzo ed ultimo capitolo, infine, verrà ristretto il focus dell’analisi in primis sulle regole previste dal nuovo Regolamento MiCA, il quale, nonostante non sia di per sé sufficiente a disciplinare interamente il mondo della *blockchain* e della tecnologia DLT, dato che lascia prive di disciplina fattispecie come la DeFi e il *lending* di criptovalute, costituisce un importante passo in avanti compiuto dall’Unione verso la regolamentazione del mondo *crypto*. L’utilità di tale analisi, che appunto verterà esclusivamente sugli aspetti disciplinati da MiCA e quindi non tratterà la questione relativa alla disciplina di fattispecie come la finanza decentralizzata, è quella di comprendere realmente a che punto si trova, soprattutto rispetto ad altre giurisdizioni, la regolamentazione europea in tema di cripto-attività e più in particolare garantirà una corretta comprensione di ciò che di corretto è stato compiuto e ciò che dovrà essere fatto in futuro a livello sia europeo che nazionale.

In secondo luogo, l’analisi si concentrerà su un particolare problema che è stato riscontrato da gran parte della dottrina, ossia quello relativo al suo ambito di applicazione e al dubbio circa quando una cripto-attività debba o meno essere considerata uno strumento finanziario, aspetto centrale per chiarire se, nel caso concreto, la disciplina applicabile è quella prevista in materia finanziaria o quella dettata proprio dal Regolamento MiCA. In relazione a tale aspetto, verranno analizzate due possibili soluzioni. La prima, peraltro proposta dallo stesso Regolamento, è quella concernente l’emanazione da parte dell’ESMA di apposite linee guida per gli operatori per fornire loro un chiarimento ulteriore per definire la disciplina che deve essere applicata alla fattispecie concreta di cripto-attività; la seconda, invece, concerne una possibile soluzione alternativa che potrebbe essere adottata dal legislatore comunitario che, per certi versi, potrebbe garantire un’efficacia migliore in termini di applicazione rispetto alla semplice emanazione di linee guida e consistente nella possibile integrazione dell’Allegato I Sezione C MiFID II con un nuovo punto specificatamente dedicato alle cripto-attività che devono essere considerate alla stregua di strumenti finanziari.

**CAPITOLO I. LA CLASSIFICAZIONE DELLE CRIPTO-ATTIVITA’  
ELABORATA DALLA DOTTRINA**

**SOMMARIO:** 1. INTRODUZIONE – 1.1. La tecnologia DLT e la *blockchain* – 2. UTILITY TOKEN: NOZIONE E PRINCIPALI CARATTERISTICHE – 3. PAYMENT TOKEN: NOZIONE E PRINCIPALI CARATTERISTICHE – 3.1. Il Bitcoin – SECURITY TOKEN: NOZIONE E PRINCIPALI CARATTERISTICHE – 5. GLI NFTs – 6. LA PARTICOLARE CLASSE DELLE STABLECOIN – 7. CONCLUSIONI: RISCHI E BENEFICI DELLE CRIPTO-ATTIVITA’

## 1. INTRODUZIONE:

Il fenomeno delle cripto-attività nasce nel 2008 con la pubblicazione da parte del misterioso Satoshi Nakamoto del White Paper che ha poi portato alla creazione della prima moneta virtuale, il *Bitcoin*<sup>1</sup>. Da quel momento in poi il fenomeno è cresciuto esponenzialmente, sia con riferimento al *Bitcoin*, che ha raggiunto oggi una capitalizzazione pari a quasi 500 miliardi di dollari, sia dal punto di vista del numero di cripto-attività esistenti. Si stima infatti che ad oggi esistano circa 2000 diverse tipologie di cripto-attività che hanno portato l'intero mercato ad avere una capitalizzazione di circa 2.000 miliardi di dollari.

La rapida e costante espansione di tale fenomeno ha costretto numerosi Stati e Organizzazioni internazionali ad adottare sistemi normativi volti a definire le regole che devono essere rispettate dai vari attori operanti, in modo tale da garantire da una parte una corretta tutela dei vari interessi sottesi, come la protezione degli investitori/consumatori, la stabilità finanziaria nazionale ed internazionale e d'altra parte garantire un corretto utilizzo di queste nuove tecnologie per sfruttare le potenzialità che possono offrire. L'esempio più importante di questo intervento regolamentare è sicuramente rappresentato dal nuovo Regolamento europeo *Markets in Crypto- assets* (MiCA) in fase di approvazione, che si pone l'obiettivo di dettare un corpus normativo per tutte quelle cripto-attività che, non rientrando nell'ambito di applicazione discipline già esistenti, risultano completamente esenti da qualsiasi disposizioni regolamentare.

Per analizzare e comprendere chiaramente gli obiettivi e la portata dei vari interventi normativi sperimentati dai vari Stati e, in ultimo da tale Regolamento Europeo, è necessario partire comprendendo il significato del termine cripto-attività e delle varie tipologie oggi esistenti. Una delle prime nozioni di cripto-attività è riscontrabile all'interno di una Raccomandazione pubblicata nell'ottobre 2014 dal Gruppo d'Azione Finanziaria Internazionale (GAFI), che definisce una cripto-attività come “*una rappresentazione digitale di valore che può essere negoziata o trasferita digitalmente e utilizzata per finalità di pagamento o investimento*”.

Una posizione molto simile è stata poi adottata anche dalla Banca d'Italia che le ha definite come “*rappresentazioni digitali di valore, utilizzate come mezzo di scambio o detenute a*

---

<sup>1</sup> A. PEZZUTO, *Cripto-attività: classificazione, caratteristiche e prospettive di regolamentazione*, Rivista di diritto Bancario Tidona, 2022, p. 2

*scopo di investimento, che possono essere trasferite, archiviate e negoziate elettronicamente*<sup>2</sup>.

Le definizioni appena riportate evidenziano da subito il carattere rivoluzionario delle cripto-attività, ma, in virtù dell'utilizzo di locuzioni come “finalità di pagamento”, “o investimento” e “che possono essere trasferite”, si denota la centralità al momento della pubblicazione dei documenti, del fenomeno *Bitcoin*, cripto-attività appunto nata per essere utilizzata come strumento di pagamento e quindi con l'obiettivo di sostituire le monete *fiat*.

Come detto in precedenza, però, nel corso del tempo sono state inventate migliaia di cripto-attività diverse, con vantaggi offerti, utilità e rischi differenti tra loro. Proprio per questo motivo, la disposizione che forse meglio definisce le cripto-attività catturando le diverse fattispecie esistenti, è proprio la definizione contenuta all'interno dell'art. 3 del MiCAR, che identifica le cripto-attività come “*una rappresentazione digitale di valore o di diritti che possono essere trasferiti e memorizzati elettronicamente, utilizzando la tecnologia di registro distribuito o una tecnologia analoga*”, facendo leva quindi non solo sulla tecnologia alla base e sul potenziale utilizzo delle stesse come strumento di pagamento e di investimento, ma anche sulla vasta gamma di diritti che questi *asset* possono offrire.

Per quanto riguarda le tipologie esistenti, sussistono varie modalità con cui è possibile classificare le cripto-attività. In dottrina le classificazioni maggiormente riconosciute sono due, una basata sulla funzione economica e l'altra invece basata sulla presenza o meno di un *collateral*.

In base alla distinzione fondata sulla funzione economica, una prima tassonomia dei cripto-asset è riscontrabile all'interno di una comunicazione dell'EBA pubblicata nel gennaio 2019<sup>3</sup>, dove vengono identificate le seguenti cripto-attività:

- *Utility token*
- *Payment token*
- *Security token*

Per quanto riguarda invece la distinzione basata sulla presenza o meno di un *collateral*, si possono identificare due tipologie di macrocategorie: da una parte gli *unbacked crypto-asset*, che sono la tipologia più antica e popolare di cripto-attività, caratterizzate per non essere ancorate ad alcuna attività sottostante e quindi per il fatto che il loro prezzo si basa fondamentalmente sul principio della domanda e dell'offerta. Tendenzialmente offrono

---

<sup>2</sup> BANCA D'ITALIA, *Avvertenze sull'utilizzo delle cosiddette “valute virtuali*, 2015, p. 1

<sup>3</sup> EBA, *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*, 2019, p. 7

diritti limitati o quasi nulli al titolare e sono solitamente emesse in modo decentralizzato<sup>4</sup>. D'altra parte, invece, è possibile identificare le *asset linked stablecoin*, ossia cripto-attività garantite da attività sottostanti.

Si deve rilevare poi, che negli ultimi anni ha preso piede una nuova tipologia di cripto-attività, completamente diversa da quelle già esistenti, denominata *non-fungible-token* (NFTs) che si caratterizza per essere unica, non fungibile e quindi non scambiabile con token identici.

Nei paragrafi successivi verrà analizzata ogni singola categoria di cripto-attività, cercando di mettere in luce le principali caratteristiche e la qualificazione giuridica di ognuna, in base all'approccio ormai generalmente riconosciuto del *bottom-up*, che consiste nell'individuare gli elementi caratterizzanti di ogni singolo *token*, in modo tale da ricondurlo ad un istituto giuridico già esistente e alla relativa disciplina.

L'utilizzo di tale criterio può essere motivato da il fatto che la dottrina e le principali Autorità di vigilanza internazionali concordano sul fatto che il fenomeno delle cripto-attività si presenta come estremamente vasto ed eterogeneo e quindi è necessario, ai fini della qualificazione giuridica, utilizzare un criterio definitorio volto a ricondurre ogni cripto-attività ad una categoria di istituto già nota all'ordinamento in base alle caratteristiche che presenta la singola fattispecie analizzata.

### **1.1. La tecnologia DLT e la *blockchain*:**

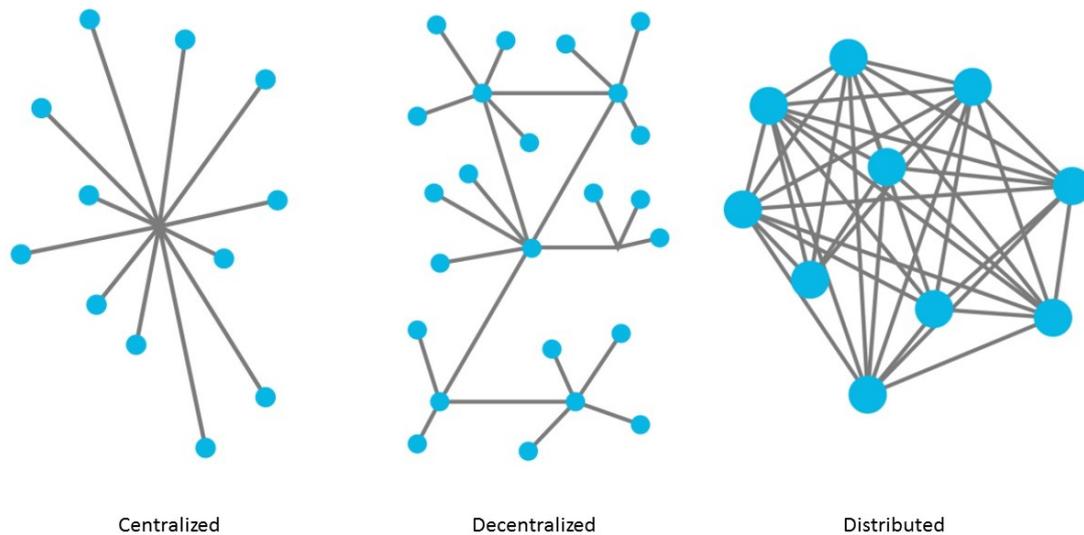
Prima dell'analisi delle tipologie di cripto-attività e delle rispettive caratteristiche è necessario introdurre il concetto di *Distributed Ledger Technology* e la sua più importante applicazione: la *blockchain*, tecnologia alla base del funzionamento delle cripto-attività. La *Distributed Ledger Technology* (DLT), può essere definita come una tecnologia che consente la registrazione e la conservazione di dati attraverso archivi denominati *Ledger*, ossia registri distribuiti conservati e controllati da una rete di computer chiamati nodi.

La *Distributed Ledger Technology* può essere vista come l'evoluzione del *centralized Ledger* e del *decentralized Ledger*. Il primo adotta una logica totalmente centralizzata, dove tutti i dati vengono registrati e conservati da una struttura centrale che funge da sistema organizzativo del registro e la cui affidabilità si basa essenzialmente sulla fiducia posta dagli utilizzatori della rete sull'organizzazione centrale; la *decentralized Ledger*, invece, si caratterizza per la presenza una struttura centralizzata su base locale. La configurazione della

---

<sup>4</sup> P. BAINS, A. ISMAIL, F. MELO, N. SUGIMOTO, *Regulating the Crypto Ecosystem*, Fintech Notes, International Monetary Fund, 2022, p. 4

DLT come evoluzione di queste due tecnologie si basa sulla circostanza in base alla quale non è prevista l'esistenza di un'entità centrale (o entità centrali locali nel caso di *Decentralized Ledger*) per la verifica e la validazione delle diverse operazioni. Nella DLT, infatti, tale attività viene svolta dai vari computer che partecipano alla rete, all'interno dei quali sono contenuti i dati relativi al complesso di transazioni eseguite sulla piattaforma.



All'interno della categoria delle *Distributed Ledger Technologies* è possibile poi identificare due macrocategorie, classificate a seconda se la partecipazione all'attività di validazione richieda un processo di qualificazione, tipicamente controllato da un'entità con responsabilità operativa per la rete, oppure sia aperta a tutti i partecipanti, purché presentino i requisiti richiesti dal protocollo applicabile<sup>5</sup>. Tali macrocategorie sono:

1. *Permissionless ledger*
2. *Permissioned ledger*

Le *permissionless ledgers* si caratterizzano per essere pubbliche e aperte, non hanno cioè una proprietà o un attore di riferimento. Tali DLT hanno l'obiettivo di permettere a chiunque di contribuire all'aggiornamento dei dati sul *Ledger*, impedendo qualsiasi forma di censura; nessuno, infatti, può impedire che una transazione possa avvenire e che possa essere aggiunta al registro una volta che ha acquisito il consenso della maggioranza dei nodi partecipanti alla rete<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> Y. BAKOS, Y. HALABURNDA, *Permissioned vs Permissionless Blockchain Platforms: Tradeoffs in Trust and Performance*, NYU Stern Business Review, 2023, p. 2

<sup>6</sup> V. CHANDRASEKAR, W. WISESRI, I. ULLAH, *URR Blockchain and Distributed Ledger Technology (DLT): The Future of Accounting*, 2021, p. 321

Le *permissioned Ledger*, invece, si caratterizzano per la possibilità di essere controllate e per la possibilità di avere una proprietà. Esse, invece che prevedere un sistema di approvazione vincolato alla maggioranza dei partecipanti, presentano un sistema in cui la validazione è affidata ad un numero limitato di nodi, definiti *trusted*. In relazione a quest'aspetto, se nella rete è prevista la presenza di un solo validatore, allora la DLT viene definita privata, mentre se è presente una pluralità di nodi che svolgono tale attività, essa viene definita *DLT consortium* e proprio in virtù del fatto che i membri della rete hanno diverse autorizzazioni di controllo agli accessi, la *Permissioned Ledger* è considerata solo parzialmente decentralizzata<sup>7</sup>.

Per quanto riguarda la *blockchain*, invece, nonostante la sua nascita risalga al 1991 grazie al lavoro di Stuart Haber e W. Scott Stornetta, il cui obiettivo consisteva nella creazione di una soluzione computazionalmente pratica per la marcatura temporale di documenti digitali di modo che non potessero essere retrodatati o alterati, la centralità dell'utilizzo di tale tecnologia deve essere necessariamente ricondotta all'invenzione da parte di Satoshi Nakamoto della tecnologia *Bitcoin* e della relativa criptovaluta. Per comprendere quindi i meccanismi di tale tecnologia, utile è un'analisi del funzionamento della *blockchain* di *Bitcoin*<sup>8</sup>.

La *blockchain* può essere definita come un database decentralizzato e distribuito, formato da una catena di blocchi collegati in maniera sequenziale tra di loro tramite una funzione crittografica. Tali blocchi contengono al loro interno i seguenti elementi: (i) l'*hash*<sup>9</sup> del blocco, (ii) l'*index* ossia l'indicazione del numero del blocco, (iii) le informazioni relative alle transazioni<sup>10</sup> contenute nel blocco, (iv) il *timestamp*, ossia l'indicazione temporale circa il momento in cui è avvenuta la creazione del blocco e infine (v) l'*hash code* del blocco precedente, che riassume il contenuto del blocco antecedente rispetto a quello analizzato<sup>11</sup>. Dato che ogni blocco contiene l'indicazione di quello precedente, l'aggiunta costante di

---

<sup>7</sup> M. LIU, K. WU, J. XU, *How Will Blockchain Technology Impact Auditing and Accounting: Permissionless versus Permissioned Blockchain*, American Accounting Association, 2019

<sup>8</sup> Binance, Storia della Blockchain, 2018 <https://academy.binance.com/it/articles/history-of-blockchain>

<sup>9</sup> Un *hash* può essere definito come una classe di algoritmi crittografici che trasformano un dato di lunghezza arbitraria (un messaggio), in una stringa binaria chiamata *digest* di lunghezza fissa

<sup>10</sup> La *blockchain* di Bitcoin contiene informazioni relative alle transazioni eseguite dagli utenti, ma essendo tale tecnologia utilizzabile in qualsiasi campo, potenzialmente un blocco di una *blockchain* può contenere qualsiasi informazione.

<sup>11</sup> KNOBOS, Bcblockchain: *cos'è un blocco e com'è fatto?* <https://knobs.it/blockchain-cose-un-blocco-e-come-fatto/>

blocchi fa sì che si crei una catena. Ed è qui che risiede la non modificabilità delle informazioni contenute nella blockchain. Per modificare un'informazione contenuta all'interno di un blocco, infatti, è necessario modificare l'intera catena in cui esso è inserito. Per questo motivo, la *blockchain* può essere considerata un registro contenente informazioni praticamente immutabili.

Ma come vengono creati questi blocchi? Come detto in precedenza, un blocco contiene le informazioni relative ad alcune transazioni. Nel caso di *bitcoin*, le transazioni tra i vari utenti devono essere validate prima di essere incluse all'interno di un blocco e quest'attività di validazione viene svolta dai c.d. "validatori" (detti anche "*miners*"), ossia computer che partecipano alla rete in qualità di nodi e che utilizzano a favore di essa la loro potenza di calcolo. Nella tecnologia Bitcoin un blocco viene creato nel momento in cui viene trovato il codice *hash* che riassume le informazioni contenute al suo interno; la cadenza con cui vengono generati è di uno ogni dieci minuti e la sua dimensione non può superare i 2MB. Il calcolo matematico necessario ai fini della creazione dell'*hash* viene compiuto dalla figura dei "validatori" i quali, una volta compiuto il lavoro di calcolo, vengono ricompensati sotto forma di *bitcoin*.

Il processo che regola l'inserimento dei blocchi nella catena è determinato da un algoritmo chiamato "*Proof of Work*", definibile come un meccanismo di consenso per convalidare una nuova transazione che prevede, una volta che il blocco è stato creato, la prosecuzione del processo di validazione tramite il coinvolgimento della maggior parte dei nodi della rete impegnati a controllare la validità dei dati inseriti.

Per riassumere, quindi, il processo per la creazione di un nuovo blocco da aggiungere alla *blockchain* di Bitcoin inizia con il raggruppamento di un determinato numero di transazioni la cui dimensione totale non supera i 2MB, successivamente viene chiesto a tutti i nodi della rete di calcolare un codice *hash* che riassume tutte queste transazioni. Una volta trovato il codice *hash*, il blocco viene creato e le informazioni contenute al suo interno vengono passate in rassegna tra i vari nodi partecipanti alla rete. Il processo si conclude positivamente nel momento in cui la maggior parte dei nodi ha convalidato i dati contenuti nel blocco e se questo avviene, si provvede all'aggiunta dello stesso alla catena e contestualmente viene rilasciato un compenso al *miner* che ha svolto il calcolo.

## 2. UTILITY TOKEN: NOZIONE E PRINCIPALI CARATTERISTICHE

Gli *utility token*, in base a quanto disposto dall'art. 3 comma 1 n. 5) del Regolamento MiCA, possono essere definiti come “*un tipo di cripto-attività destinato a fornire l'accesso digitale a un bene o a un servizio, disponibile mediante DLT, e che è accettato solo dall'emittente di tale token*”.

Gli *utility token*, quindi, sono delle particolari tipologie di cripto-attività, la cui funzione principale consiste nel conferire al suo titolare il diritto ad acquistare beni o ad avere accesso ai servizi offerti dalla piattaforma dell'emittente. L'elemento che caratterizza tali *token* e che li distingue dalle altre tipologie di cripto-attività consiste proprio nella loro possibilità di utilizzo all'interno della piattaforma e quindi, pur non essendoci alcuna limitazione in merito, non nascono con il preciso scopo di essere negoziati, dato che il loro valore intrinseco è strettamente connesso ai beni o servizi acquistabili sulla piattaforma dell'emittente.

Pur presentando una funzione prevalentemente di consumo, anche gli *utility token* presentano una componente di investimento, dato che gli stessi, salvo le rare limitazioni espressamente imposte dall'emittente, possono essere scambiati e quindi venduti con profitto nel mercato secondario. L'aspettativa d'investimento, poi, può essere ancor più forte in relazione al fatto che, il più delle volte, gli *utility token* vengono emessi da imprese, per lo più *start-up*, per raccogliere il capitale necessario per lo sviluppo del loro progetto imprenditoriale. Progetto imprenditoriale che il più delle volte non è ancora stato completato e quindi l'aspettativa d'investimento sale in virtù di una possibile crescita delle dimensioni dell'emittente, della piattaforma da lui gestita e dai servizi offerti<sup>12</sup>. Nonostante questo, però, la loro funzione principale rimane strettamente connessa alla “funzionalità” che viene garantita dall'emittente.

Di regola gli *utility tokens* vengono emessi mediante una *Initial Coin offering* (ICO), ossia un'operazione attraverso la quale l'emittente raccoglie capitali per lo sviluppo di uno specifico progetto imprenditoriale dagli investitori che decidono di aderirvi.

La scelta di aderire all'offerta, si basa sul contenuto del *White paper* redatto dall'emittente, la cui pubblicazione costituiva una prassi seguita dalla maggior parte dei promotori prima del MiCAR, ma che oggi trova uno specifico riferimento al suo interno, il quale, perseguendo l'obiettivo di garantire una corretta informativa degli investitori, ne impone la pubblicazione.

---

<sup>12</sup> V. DANOS, S. MARCASSA, J. PRAT, *Fundamental Pricing of Utility Tokens*. 2021, p. 2

Da parte loro, invece, i sottoscrittori riceveranno uno o più token (in questo caso *utility token*) conferenti appunto i diritti descritti all'interno del *White paper*<sup>13</sup>.

Le *Initial Coin Offerings* sono in sostanza una nuova modalità con cui le imprese raccolgono capitale proprio come avviene per le *Initial Public Offering* (IPO), ma a differenza di queste, sono richiesti minori costi per la raccolta di capitali<sup>14</sup> e gli adempimenti informativi e autorizzativi, pur non essendo inesistenti come prima della presentazione della proposta di regolamento MiCA, sono profondamente ridimensionati rispetto alla normale offerta al pubblico di strumenti finanziari.

Dal punto di vista della qualificazione giuridica, importanti problematiche sorgono per il fatto che, nonostante l'interesse prevalente che muove l'acquirente di tali *token* sia di "consumo" rispetto ai servizi offerti dall'emittente, anche gli *utility token* possono essere acquistati e scambiati presso gli *exchange* di cripto-attività, piattaforme che partecipano alla creazione di un vero e proprio mercato secondario di questi strumenti, aumentando così la componente, se pur secondaria rispetto a quella di consumo, d'investimento<sup>15</sup>.

In ogni caso, è possibile distinguere due momenti differenti: prima e dopo la presentazione della proposta di Regolamento MiCA. Prima della presentazione della proposta di Regolamento, infatti, vi era profonda incertezza in dottrina. Incertezza principalmente dovuta alle peculiari caratteristiche che presentano gli *utility tokens*, difficilmente inquadrabili nelle categorie di istituti giuridici esistenti, come moneta elettronica o strumento finanziario.

Un primo spunto circa la loro qualificazione giuridica è riscontrabile all'interno di una Guida pubblicata dalla *Financial Service Market Supervisory Authority* (FINMA), in cui l'autorità svizzera ha escluso la possibilità che tali *token* debbano essere qualificati come valori mobiliari qualora conferiscano esclusivamente un diritto di accesso all'utilizzazione di un servizio o di un bene<sup>16</sup>. La stessa FINMA, poi, afferma che gli stessi *token* verranno trattati alla stregua di un valore mobiliare solamente quando oltre a presentare gli elementi tipici del diritto di accesso ad un servizio o diritto ad acquistare un bene, presentano anche la funzione economica di investimento<sup>17</sup>. In base a queste considerazioni, quindi, si può affermare che

---

<sup>13</sup> FORNELL, *Cos'è un token di utilità?* 2019 <https://academy.bit2me.com/it/que-es-utility-token/>

<sup>14</sup> I. LEE, L. SCOTT, J. RITTER, Q. ZHAO, *The cost of raising capital*, The Journal of Financial Research Vol. XIX, No. 1, 1996

<sup>15</sup> S. L. FURNARI, R. LENER, *Contributo alla qualificazione giuridica dell'offerta al pubblico di Utility token (anche) alla luce della proposta di Regolamento Europeo sulle cripto-attività*, 2021, p. 78

<sup>16</sup> FINMA, *Practical for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs)*, 2018, p. 5

<sup>17</sup> *Ibid.*

la posizione assunta dall'autorità svizzera rispetto ai *pure utility token* (intesi come quei *token* che presentano tutte e solamente le caratteristiche tipiche del *token* di utilizzo), è quella secondo cui essi non possono essere considerate valori mobiliari.

Un altro spunto circa la loro qualificazione è arrivato dal documento di discussione pubblicato dalla Consob nel marzo 2019<sup>18</sup>, il quale, pur non facendo esplicito riferimento alla categoria di *utility token*, propone l'istituzione di una *Sand box* di regole applicabili a tutte le cripto-attività non riconducibili alla definizione di strumento finanziario o altro istituto giuridico esistente. Al Documento di discussione (che verrà meglio analizzato in seguito) non ha seguito poi alcun intervento del legislatore nazionale volto a tipizzare questa nuova categoria. Il motivo di questa interruzione può essere individuato nella proposizione da parte della Commissione UE nel 2020 della proposta di regolamento MiCA, la quale, all'interno dell'art. 2 comma 2, identificando il suo ambito di applicazione, chiarisce che esso non verrà applicato alle cripto-attività che si qualificano come strumenti finanziari, moneta elettronica, depositi, depositi strutturati o cartolarizzazioni. Tale disposizione, quindi, riprende di fatto la posizione assunta dalla Consob nel documento di discussione, che appunto riconosce l'esistenza di una categoria di "*other crypto-assets*" non riconducibili a categorie giuridiche esistenti, a cui è sicuramente possibile ricondurre gli *utility tokens* in virtù delle caratteristiche del tutto peculiari che presenta.

L'art. 3 della proposta di Regolamento, poi, contempla espressamente la definizione di *utility token*, la cui disciplina però, come detto, viene ricondotta a quella dettata per tutte le cripto-attività che, pur rientrando nell'ambito di applicazione del MiCAR, non si configurano come *token* collegati ad attività o *token* di moneta elettronica. In virtù di ciò e in virtù dell'analisi del testo della proposta di regolamento, emerge che agli *utility token* non è attribuito uno statuto normativo autonomo, ma vengono ricondotti alla disciplina dettata per la categoria dei c.d. "*other crypto-assets*" e, quindi, in merito alla loro qualificazione giuridica è possibile concludere dicendo che gli sforzi normativi compiuti dalle Istituzioni UE e dalle Autorità nazionali non hanno di fatto portato ad una risposta certa, ma hanno sicuramente escluso la loro qualificazione all'interno di istituti giuridici a cui vengono ricondotte altre tipologie di cripto-attività, come per esempio gli *investment* o *security token* inclusi all'interno della categoria degli strumenti finanziari.

Prima di concludere con l'analisi degli *utility tokens* è utile analizzare le analogie che l'emissione di tali *token* presentano con la fattispecie del *reward crowdfunding*.

---

<sup>18</sup> CONSOB, *Documento per la discussione: Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, 2019, p. 6

Il *reward crowdfunding* consiste in uno strumento di finanziamento alternativo ormai affermato da alcuni anni e solitamente utilizzato mediante l'ausilio di apposite piattaforme specializzate. Si caratterizza per essere il c.d. “*crowdfunding* delle ricompense”: a fronte di un contributo in denaro per la realizzazione di un servizio o di un prodotto, l'imprenditore garantisce una ricompensa al finanziatore, che il più delle volte consiste nella possibilità di fruire del servizio o del prodotto che lo sviluppatore intende realizzare<sup>19</sup>.

I vantaggi che presenta tale pratica sono molteplici e consistono nella possibilità di raccolta di capitali senza dover cedere parte delle quote o azioni della società o dover emettere titoli di debito, nella possibilità di aumentare la visibilità del prodotto, nella celerità con cui si può lanciare l'iniziativa, nei costi estremamente bassi che deve sostenere lo sviluppatore e nella possibilità per l'imprenditore di avere un riscontro tangibile circa l'interesse che il mercato ripone sul prodotto o sul servizio in fase di sviluppo.

Ed è qui che è possibile rinvenire le caratteristiche in comune tra il *reward crowdfunding* e l'emissione di *utility tokens* mediante *ICO*. Entrambi queste fattispecie, infatti, consentono all'imprenditore di raccogliere capitali da un numero indistinto di persone, in cambio di utilità con finalità di consumo. Oltre a ciò entrambi rispondono anche all'esigenza degli imprenditori di ricevere segnali e raccogliere informazioni circa la potenziale domanda del mercato rispetto al prodotto che intendono sviluppare, il che ha una rilevanza estremamente alta se si considera che la maggior parte delle iniziative di *reward crowdfunding* e di emissione di *utility tokens* mediante *ICO* sono effettuate da imprese di dimensioni per lo più ridotte, in cui il rischio di lancio di un prodotto che non trova l'approvazione del mercato può avere ripercussioni importanti sulla stabilità finanziaria dell'impresa. Di fatto, le differenze sussistenti tra le due pratiche sono essenzialmente due: la prima consiste nella circostanza per cui nel lancio di un'operazione di *reward crowdfunding* è presente l'intermediazione della piattaforma su cui viene lanciata l'operazione, che opera come facilitatore dell'incontro tra gli investitori e il promotore, mentre nell'emissione di *utility tokens* l'operazione può avvenire sia mediante l'intermediazione di una piattaforma terza, come avviene per esempio delle *ICOs* promosse su Ethereum, ma può avvenire anche in maniera diretta da parte dell'emittente<sup>20</sup>. Tale differenza però, non incide né sull'obiettivo

---

<sup>19</sup> B. KAMLEITNER, C. THÜRRIDL, *Rewards as Strategic Assets in Crowdfunding*, University of California Berkeley, Vol. 58, No. 2, 2016, p. 88

<sup>20</sup> J. BLOCK H., A. GROH, L. HORNUF, T. VANACKER, S. VISMARA, *et al. The entrepreneurial finance markets of the future: a comparison of crowdfunding and initial coin offerings*. *Small Bus Econ* 57, 865–882, 2021, p. 867

del promotore e né sull'interesse degli investitori, che rimane essenzialmente focalizzato sulla possibilità di esercitare il diritto di consumo garantito dall'emittente.

La seconda e unica differenza rilevante che sussiste tra le due pratiche è l'oggetto o lo strumento che garantirà al finanziatore la possibilità di usufruire del servizio, che nelle *ICO* assume la forma di un *token*, mentre nel *reward crowdfunding* consiste nel semplice diritto conferito al soggetto che ha aderito all'offerta. La differenza principale sta proprio nel fatto che il *token* è uno strumento più liquido, in grado di essere trasferito una volta sottoscritto e quindi utilizzabile non per forza da colui che ha aderito all'offerta, mentre il diritto conferito mediante *reward crowdfunding* tendenzialmente sarà utilizzabile solo dal finanziatore, senza possibilità di trasferimento.

Il fatto che il lancio di *utility token* mediante *ICO* e la pratica del *reward crowdfunding* differiscano solamente per tale aspetto, ossia la maggior liquidità dello strumento che conferisce il diritto di consumo al finanziatore, non fa che avvalorare la tesi secondo cui gli *utility token* non dovrebbero essere trattati alla stregua di uno strumento finanziario. Il conferimento di un "vantaggio" al *token*, infatti, non dovrebbe comportare una netta disparità di trattamento, dovuta all'applicazione della corposa disciplina per l'offerta al pubblico di strumenti finanziari, con il diritto garantito mediante *reward crowdfunding*. Il che porta alla conclusione secondo cui la considerazione delle *ICO* aventi ad oggetto *utility tokens* alla stregua di offerte al pubblico di strumenti finanziari e quindi sottoporla a regole nettamente differenti rispetto alla disciplina ad oggi applicabile per il *reward crowdfunding*, creerebbe una netta disparità di trattamento in riferimento a due strumenti alternativi di finanziamento che nella sostanza, sono praticamente identici<sup>21</sup>.

Uno degli esempi più importanti di *utility token*, è sicuramente il *Basic Attention Token (BAT)*. Il BAT rappresenta una cripto-attività emessa nel 2017 ed utilizzabile sulla piattaforma *Brave*. *Brave* è un *browser open source* decentralizzato, fondato nel 2015 da Brendan Eich e Brian Bondy e incentrato sulla *privacy* che blocca di default tutte le pubblicità tramite *Brave Shields*. Nonostante la funzione di default, Brave consente agli utenti, su loro espressa autorizzazione, di visualizzare dei contenuti pubblicitari mediante l'attivazione della funzione *Brave Ads*, che ricompensa gli utenti con BAT in base al tempo trascorso su ciascun contenuto pubblicitario. BAT è un *token* ERC-20 basato su Ethereum, ha una fornitura totale di circa 1,5 miliardi di gettoni, è stato emesso mediante il lancio di

---

<sup>21</sup> S. L. FURLANI, R. LENER, *Contributo alla qualificazione giuridica dell'offerta al pubblico di Utility Token (anche) alla luce della proposta di Regolamento Europeo sulle cripto-attività*, 2021, Bocconi Legal Papers, p. 97

una *ICO* nel 2017, è convertibile in altre cripto- valute o monete *fiat* sulle varie piattaforme di *exchange* e viene ricondotto alla categoria di *utility token* per il fatto di essere utilizzabile sulla stessa piattaforma per usufruire dei vari servizi offerti dagli sviluppatori, come ad esempio il servizio di *Virtual Private Network* (VPN) di Brave e la possibilità di effettuare donazioni ai *creators* nelle varie piattaforme web come *You Tube* o *Twitch*.

Un altro importante esempio di *utility token*, è FIL la cripto-attività utilizzabile nella piattaforma Filecoin.

Filecoin è una rete di archiviazione dati P2P sviluppata nel 2017 che cerca di proporre e strutturare un vero e proprio network di *storage* distribuito e decentralizzato per la memorizzazione di dati.

Come per BAT, anche nell'ecosistema Filecoin è possibile comprare il rispettivo *token* di riferimento, denominato appunto FIL, un *utility token* che conferisce ai rispettivi titolari un determinato livello di protezione sui file memorizzati sulla piattaforma grado di protezione commisurato al quantitativo di *token* FIL detenuto<sup>22</sup>.

### 3. PAYMENT TOKEN: NOZIONE E PRINCIPALI CARATTERISTICHE

Un'altra tipologia di cripto-attività individuata dalla dottrina in base alla funzione economica è quella dei c.d. *Payment token*, che si caratterizzano non per il fatto di conferire diritti ai loro titolari (a differenza degli *utility tokens* o degli *investment tokens*), ma piuttosto perché vengono utilizzati come strumento di scambio di beni o servizi, per finalità d'investimento o come riserva di valore.

I *payment token* sono la più antica tipologia di *token* inventata, principalmente per il fatto che la nascita dell'intero fenomeno delle cripto-attività viene ricondotta al momento del lancio del progetto Bitcoin e della relativa cripto-valuta, considerata ad oggi, in base alla sua funzionalità, un *payment token*.

La categoria dei *payment token*, in virtù delle numerose sfaccettature che presenta, è ulteriormente classificabile in tre sottocategorie<sup>23</sup>:

- le valute virtuali "tradizionali", come *bitcoin* o *ether*, il cui valore è determinato semplicemente dall'incontro tra domanda e offerta;

---

<sup>22</sup> AA. VV. Filecoin (Token FIL): cos'è e come funziona, Criptovalute24, 2023, <https://www.criptoalute24.com/filecoin/>

<sup>23</sup> F. AVELLA, *Il fenomeno dei crypto-assets e delle criptoalute*. In Riv. Bitcoin e Cripto-attività., 2023, o. 7

- e *stablecoin*, ossia criptovalute progettate per mantenere ancorata la loro valorizzazione ad un asset o ad un paniere di asset. Possono essere ulteriormente distinte in: *asset-backed stablecoin* e *algorithmic stablecoin*<sup>24</sup>;
- le valute digitali emesse da banche centrali, chiamate *Central Bank Digital Currencies* (CBDCs), ossia valute di banca centrale in formato digitale, che costituiscono un debito diretto della banca centrale nei confronti di chi le detiene<sup>25</sup>.

Per quanto riguarda la loro incerta qualificazione giuridica, uno dei contributi più utili è quello contenuto nel già citato documento pubblicato dall'EBA nel 2019, dove l'Autorità in questione ha analizzato la potenziale applicazione delle regole che disciplinano la moneta elettronica ai *token* la cui funzione principale è quella di mezzo di pagamento.

In base alla posizione assunta dall'EBA è possibile trarre due considerazioni: in primo luogo quando una cripto-attività è utilizzata come mezzo di pagamento e presenta tutti gli elementi indicati nell'art. 2 n. 2) direttiva EMD2<sup>26</sup> è certamente ammissibile la sua qualificazione come moneta elettronica, rientrando così nell'ambito di applicazione della relativa disciplina e in secondo luogo, quando una cripto-attività viene qualificata come moneta elettronica, oltre alle disposizioni dettate dalla direttiva EMD2, troveranno senz'altro applicazione anche le disposizioni dettate dalla direttiva PSD2<sup>27</sup>.

In base a quanto disposto dall'art 2 n. 2) direttiva EMD2, si considera moneta elettronica “*il valore monetario memorizzato elettronicamente, ivi inclusa la memorizzazione magnetica, rappresentato da un credito nei confronti dell'emittente che sia emessi dietro ricevimento di fondi per effettuare operazioni di pagamento ai sensi dell'articolo 4, punto 5), della direttiva 2007/64/CE e che sia accettato da persone fisiche o giuridiche diverse dall'emittente di moneta elettronica*”.

Nel medesimo documento, a titolo esemplificativo, viene incluso anche un esempio di *token* di pagamento che deve essere considerato moneta elettronica ai fini dell'applicazione della direttiva EMD2. L'esempio in questione riguarda una società A che ha intenzione di creare un sistema di pagamento basato su blockchain, emettendo un *token* acquistabile dai sottoscrittori mediante il pagamento con monete *fiat*, riscattabile in qualsiasi momento e la cui funzione principale è proprio quella di strumento di pagamento all'interno del sistema.

---

<sup>24</sup> Cambridge Center for Alternative Finance, *Global Cryptoasset Regulatory Landscape Study*, 2019, p. 53

<sup>25</sup> Bank for international settlements, *Central Bank digital currencies: foundational principles and core features, Report n. 1 in a series of collaborations from a group of central banks*, 2020, p. 3

<sup>26</sup> Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio n. 2009/110/CE

<sup>27</sup> Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio n. 2015/2366/EU

In base all'opinione dell'EBA, il *token* in questione presenta tutti gli elementi tipici fissati dalla direttiva EMD2 e quindi deve essere qualificato come moneta elettronica dato che:

- è memorizzato elettronicamente;
- ha un valore monetario;
- rappresenta un credito nei confronti dell'emittente;
- è emesso al ricevimento di fondi;
- è emesso allo scopo di effettuare operazioni di pagamento;
- è accettato da persone diverse dall'emittente.

Ovviamente, in caso di qualificazione del *payment token* come moneta elettronica ai sensi dell'art. 2 n. 2) Direttiva n. 2009/110/CE, l'emittente sarà sottoposto ad una precisa e stringente disciplina. In primis verrà qualificato come istituto di moneta elettronica in base alla definizione contenuta nell'art 2 n. 1)<sup>28</sup> della medesima direttiva, alle disposizioni in tema di autorizzazione all'emissione in base al Titolo II e alle disposizioni dettate in tema di servizi di pagamento dalla Direttiva PSD2<sup>29</sup>.

In sostanza, quindi, in base all'analisi condotta dall'EBA emerge effettivamente la possibilità di ricondurre i *payment token* alla categoria di moneta elettronica, ma a tale conclusione è possibile arrivare solamente conducendo un'analisi *case-by-case* del singolo *token*, di modo da verificare se presenta tutti gli elementi richiesti dall'art 2 n. 2); il che crea un problema non indifferente, dato che tale definizione è estremamente precisa, ben delineata e richiede la sussistenza di elementi talvolta difficilmente riscontrabili nella stragrande maggioranza dei *payment token* (come per esempio *bitcoin*), che rischiano così di rimanere totalmente privi di un'apposita disciplina.

Per fare un esempio di cripto-attività che rientra perfettamente nella definizione di moneta elettronica, si può fare riferimento alla c.d. *Central Bank Digital Currency* (CBDC), ossia la moneta elettronica emessa dalle banche centrali. Essa costituisce una forma di moneta elettronica per il fatto che può essere scambiata in modo decentralizzato, quindi con trasferimenti *peer-to-peer*, ma viene emessa da un ente centralizzato come la banca centrale; esse sono denominate nell'unità di conto nazionale e costituiscono un debito diretto della banca centrale nei confronti di chi le possiede<sup>30</sup>.

---

<sup>28</sup> Istituto di moneta elettronica: una persona giuridica che è stata autorizzata ad emettere moneta elettronica conformemente al Titolo II.

<sup>29</sup> V. FERRARI, *The regulation of crypto-assets in the EU – investment and payment tokens under the radar*, Maastricht Journal of European and Comparative Law 2020, Vol. 27(3) 325–342 2020, p. 338

<sup>30</sup> S. L. ALONSO, *Central Banks Digital Currency: Detection of Optimal Countries for the Implementation of a CBDC and the Implication for Payment Industry Open Innovation*, 2021, p. 2

La configurabilità della moneta CBDC come moneta elettronica risiede nel fatto che essa presenta tutti gli elementi tipici descritti dall'art 2 n. 2) direttiva EMD2, ossia: è memorizzata elettronicamente, ha un valore monetario, rappresenta un credito nei confronti della banca centrale in veste di emittente, è emessa al ricevimento di fondi, è emessa allo scopo di effettuare operazioni di pagamento ed è accettata da persone diverse dall'emittente. Ad oggi nella maggior parte degli Stati, questa forma di moneta elettronica non ha avuto molto successo, basti pensare che la maggior parte delle Autorità monetarie hanno solamente iniziato a discutere circa la possibile introduzione di una moneta digitale emessa direttamente dalla banca centrale. L'unico Paese che ha effettivamente introdotto una forma di CBDC è la Cina che nel 2019 ha dato inizio ad un progetto di sperimentazione dell'utilizzo di una moneta digitale chiamata eCny. Progetto che però ha avuto una partenza estremamente lenta, dato che a fine 2021 si contavano all'incirca 360 milioni di transazioni in eCny per un valore totale di circa 100 miliardi di yuan (14 miliardi di euro), cifre piuttosto modeste per le dimensioni dell'economia cinese<sup>31</sup>.

### 3.1. Il bitcoin

Come detto in precedenza, all'interno dell'ampia categoria dei *payment token* è possibile collocare il *bitcoin*, il quale merita una trattazione a parte in virtù del fatto che fu la prima criptovaluta ad essere emessa e da cui si riconduce la nascita dell'intero fenomeno. *Bitcoin* nasce nel 2008 quando la misteriosa figura di Satoshi Nakamoto pubblicò il *paper* "Bitcoin A Peer-to-peer Electronic Cash System"<sup>32</sup>, in cui vengono illustrati il funzionamento e le caratteristiche fondamentali della tecnologia, a cui è poi seguito nell'anno successivo il lancio del software per la vera e propria creazione della criptovaluta. Negli anni immediatamente successivi al lancio del progetto, il *bitcoin* ha avuto una diffusione molto scarsa, venendo utilizzata per piccole e poche transazioni, in virtù della poca conoscenza del fenomeno e del prezzo relativamente basso che aveva. Nel 2013, però, rispetto alla criptovaluta aumentò l'attenzione mediatica a causa dell'aumento vertiginoso del prezzo che ebbe nel corso dell'anno, passando da un valore di poco superiore a 15 dollari ad un valore che a novembre aveva superato il 1200 dollari, attirando così sempre più investitori. Da quel momento in poi la crescita di *bitcoin*, seppur con alti e bassi, è stata esponenziale, sia in termini di valore di mercato che in termini di popolarità.

---

<sup>31</sup> J. CONRAD, *Come sta andando lo Yuan digitale in Cina*, 2022, <https://www.wired.it/article/cina-yuan-digitale-come-sta-andando/>

<sup>32</sup> S. NAKAMOTO, *Bitcoin: A peer-to-peer electronic cash payment*, 2008, <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>

Ma di fatto, cos'è e come funziona il *bitcoin*? Citando il *White Paper* pubblicato da Satoshi Nakamoto, *Bitcoin* nasce come “un sistema di pagamento elettronico basato su prove crittografiche anziché sulla fiducia, che consenta a due parti qualsiasi di effettuare transazioni direttamente tra loro senza la necessità di una terza parte fidata”<sup>33</sup>.

Il *bitcoin* inteso come criptovaluta, essendo creata e scambiata sulla base della tecnologia *blockchain*, per definizione *peer-to-peer*, non presenta un server centrale che emette direttamente nuove criptovalute e che verifica la correttezza delle transazioni. Per tale motivo la maggior parte della dottrina ritiene impossibile la riconduzione di *bitcoin* all'istituto della moneta elettronica definita in base all'art. 2 n. 2) Direttiva EMD2, in virtù dell'assenza proprio dell'emittente che al ricevimento di fondi dalla controparte emette la criptovaluta.

Sempre in virtù dell'assenza di un emittente e soprattutto per il fatto che *bitcoin* non ha forza legale in nessuno spazio sovrano determinato, non è possibile nemmeno ricondurlo alla categoria di moneta avente corso legale<sup>34</sup>.

In relazione alla sua funzione economica, poi, una suggestione che ha mosso parte della dottrina è senz'altro quella di considerare le valute virtuali come una nuova tipologia di moneta complementare<sup>35</sup>, intese come monete prive di valore legale ed emesse e accettate su basi contrattuali da soggetti partecipanti ad un determinato circuito. Tuttavia, anticipando la conclusione a cui si giungerà nell'analisi di tale aspetto, pur essendo state ideate per svolgere funzioni monetarie nell'ambito delle comunità virtuali, la definizione corrente di moneta non sembra adattarsi pienamente alla realtà di *bitcoin*<sup>36</sup>.

Per arrivare a tale conclusione, è necessario partire dall'analisi delle funzioni a cui assolve la moneta complementare:

- unità di conto: intesa come utilità per confrontare in maniera omogenea il valore di prodotti e servizi molto diversi tra loro, agevolando così le decisioni dei consumatori.
- riserva di valore: la moneta permette di spostare nel tempo la quota di reddito che non viene utilizzata immediatamente per consumare beni e servizi, consente in sostanza di conservare una quota del proprio capitale al fine di spenderla in futuro.

---

<sup>33</sup> *Ibid.*

<sup>34</sup> G. GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del bitcoin: miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema*, 2015, pp. 415 e 416

<sup>35</sup> G. M. NORI, *Bitcoin, tra moneta e investimento*, 2019, p. 7

<sup>36</sup> M. MANCINI, *Valute virtuali e Bitcoin*, in "Analisi Giuridica dell'Economia, Studi e discussioni sul diritto dell'impresa", 2015, pp. 117-138, p. 129

- strumento di pagamento: la moneta può essere scambiata istantaneamente con beni e servizi<sup>37</sup>.

In base alla dottrina prevalente, il *bitcoin* non è in grado di adempiere a nessuno di questi compiti, dato che la funzione di strumento di pagamento è difficilmente assolta per i tempi tecnici richiesti per la validazione di un'operazione, la funzione di riserva di valore è corrosa dall'alta volatilità che ancora oggi caratterizza il *bitcoin* e il suo utilizzo come unità di conto è impedito dal mancato ottemperamento delle altre funzioni, che determinano l'impossibilità di fare affidamento sul suo relativo potere d'acquisto<sup>38</sup>. Oltre a ciò, va considerato anche il fatto che il numero di transazioni aventi ad oggetto *bitcoin* è sensibilmente inferiore rispetto a quelle aventi ad oggetto moneta avente corso legale, il che parrebbe evidenziare un livello di accettazione fra il pubblico ancora troppo ridotto per configurare un diffuso utilizzo come mezzo di scambio.

Altre importanti differenze tra *bitcoin* e le monete complementari sussistono in relazione alla disciplina negoziale delle monete complementari che impone di detenerle per limitati periodi di tempo e di usarle esclusivamente per finalità di baratto o di scambio di servizi fra i soggetti aderenti allo schema, non permette di convertirle in moneta legale né di eseguire transazioni anonime o non tracciabili. Da ciò ne deriva che, nonostante le importanti affinità tra le due fattispecie, l'assimilazione del *bitcoin* alla moneta complementare appare del tutto non convincente.

Per quanto riguarda invece la qualificazione del *bitcoin* come strumento finanziario, occorre in prima battuta concentrarsi sull'attività di negoziazione avente ad oggetto *bitcoin* e le altre criptovalute e indagare entro quali limiti, lo svolgimento di una serie di atti giuridici aventi ad oggetto criptovalute, specialmente qualora queste dovessero risultare fortemente caratterizzate da una motivazione altamente finanziaria, possano o debbano essere valutati alla stregua dei c.d. servizi d'investimento disciplinati dal Titolo II Parte II del TUF<sup>39</sup>.

Partendo dal concetto di "servizi d'investimento", il Legislatore, sulla base della direttiva n. 93/22/CCE, ha introdotto nel nostro Ordinamento una definizione chiusa contenuta nell'art. 1 comma 5 TUF, il quale specifica che "*Per 'servizi e attività d'investimento' si intendono i*

---

<sup>37</sup> BANCA D'ITALIA, *Le funzioni della moneta e le proposte di "moneta fiscale"*, 2017, <https://www.bancaditalia.it/media/views/2017/moneta-fiscale/index.html?dotcache=refresh>

<sup>38</sup> MASI D., *Cryptoassets: Proposals for Legal Qualification and First Regulatory Approaches*, on "Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale", 2021, pp. 241-270, p. 252

<sup>39</sup> Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58

*seguenti, (...): a) negoziazione per conto proprio; b) esecuzione di ordini per conto dei clienti; (...) e) ricezione e trasmissione di ordini”.*

In relazione alla nozione di servizi d’investimento delineata dal TUF, quindi, è ben possibile osservare una forte somiglianza delle attività di negoziazione aventi ad oggetto criptovalute e in particolare *bitcoin*, specialmente per quanto riguarda le attività che avvengono all’interno delle piattaforme di negoziazione. Nonostante questa somiglianza, però, tali attività e servizi risultano, sempre in base a quanto previsto dall’art 1 comma 5 TUF, sottoposte alla disciplina dei servizi d’investimento solamente nel momento in cui sotto il profilo oggettivo, abbiano ad oggetto strumenti finanziari. Gli strumenti finanziari sono definiti dall’art. 1 comma 2 TUF che rinvia alle disposizioni contenute all’interno dell’Allegato I Sezione C MiFID II. Ed è qui che si riscontra la problematicità della riconduzione del *bitcoin*, ma in generale di tutte le criptovalute, al concetto di strumento finanziario. Problematicità dovuta dalla tassatività con cui la Sezione C dell’Allegato I MiFID II identifica gli *asset* che costituiscono strumenti finanziari, elenco non suscettibile di interpretazione analogica e nel quale non figurano appunto le criptovalute. Ed è proprio per questo che, nonostante la somiglianza che può presentare l’attività di negoziazione sulle piattaforme di *exchange* avente ad oggetto tali *asset*, la dottrina maggioritaria è molto, se non totalmente, diffidente dal ricondurre il *bitcoin* alla categoria di strumento finanziario<sup>40</sup>. Infine, parte della dottrina interna ha cercato di verificare se il *bitcoin* potesse essere ricondotto alla peculiare categoria aperta di prodotto finanziario. Il TUF all’art. 1 comma 1 let. u) definisce i prodotti finanziari come “*gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria; non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari*”. In base a tale definizione, quindi, la categoria dei prodotti finanziari integra due sottocategorie, una prima categoria chiusa relativa agli strumenti finanziari e una seconda categoria aperta relativa ad “*ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*”. In relazione al significato di quest’ultima disposizione, è intervenuta la Consob che ha specificato che con “ogni altra forma di investimento finanziario” si intende quella proposta di investimento che presenta i seguenti elementi:

1. un impiego di capitale;
2. un’aspettativa di rendimento di natura finanziaria;

---

<sup>40</sup> P. CARRIÈRE, *Le criptovalute sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di strumenti finanziari, valori mobiliari e prodotto finanziari; tra tradizione e innovazione*, Diritto Bancario, 2019, p. 134

3. assunzione di un rischio direttamente correlato all'impiego di capitale.<sup>41</sup>

Le altre forme di investimento di natura finanziaria dunque, ricomprendono, secondo l'opinione di dottrina e giurisprudenza, tutte quelle forme di impiego di un capitale nell'aspettativa di un rendimento il cui conseguimento non risulti influenzabile in modo decisivo dall'investitore e che comporti l'assunzione di un rischio di natura finanziaria.

Interessante in tal senso, al fine di chiarire realmente cosa deve intendersi con "altra forma di investimento" è la sentenza della Corte di Cassazione Civile n. 5911/2018 avverso il decreto n. 4027/2014 della Corte d'Appello di Napoli che nasce dal provvedimento adottato dalla Consob sopra citato, in cui veniva sanzionato un operatore per la sua attività di offerta al pubblico avente ad oggetto contratti di compravendita di opere d'arte a cui si riconosceva natura di prodotto finanziario<sup>42</sup>.

La natura finanziaria veniva riconosciuta in relazione alla presenza dei tre elementi sopra indicati: impiego di capitale, aspettativa di rendimento di natura finanziaria da parte dell'investitore e correlativa assunzione di un rischio connesso alle operazioni sopra descritte in ordine alle quali i clienti risultavano soggetti meramente passivi e privi di autonomia gestionale. Nel caso in questione, la Corte d'Appello di Napoli e poi la Corte di Cassazione rigettarono l'impostazione dei ricorrenti, che contestavano il riconoscimento della natura finanziaria della loro operazione, sostenendo che la loro offerta aveva ad oggetto la semplice compravendita di opere d'arte. La motivazione data dalla Corte, con cui ha riconosciuto la natura finanziaria, va ricercata nella presenza di elementi ulteriori rispetto alla semplice offerta di vendita di opere d'arte, consistenti nella presenza della possibilità per l'acquirente di rivendere all'alienante l'opera al prezzo di listino. È proprio qui che si denota un primo elemento fondamentale ai fini qualificatori. Nel caso di specie, infatti, la Cassazione riscontra l'elemento della "finanziarietà" sulla struttura e conformazione della transazione piuttosto che sull'oggetto della stessa; per tale ragione è possibile affermare che un'operazione può assumere le caratteristiche tipiche dell'offerta di un prodotto finanziario se siano esplicitamente previsti elementi negoziali ulteriori rispetto alle schema di base dell'acquisto del bene oggetto del contratto, elementi ulteriori come la promessa di rendimento e di realizzazione di profitti, eventuali obblighi di riacquisto oppure vincoli al godimento del bene.

---

<sup>41</sup> CONSOB, *Comunicazione n. DTC/13038246*, 2013, p. 1

<sup>42</sup> P. CARRIÈRE, *op. cit.* p. 136

Tale caso risulta rilevante ai fini della qualificazione giuridica di *bitcoin* altresì per il fatto che dallo stesso si evince che è il carattere finanziario dell'investimento che definisce il prodotto finanziario e non la sua natura o il tipo contrattuale adoperato. In tal senso, infatti, la Corte afferma che *“non risulta decisivo il trasferimento di un bene in sé, neppure se suscettibile di un godimento, ma la finalità complessiva dell'operazione posta in essere e le prospettive generali proposte agli investitori/acquirenti”*. Nella medesima delibera sopra menzionata della Consob poi, l'autorità precisa che *“per configurare un investimento di natura finanziaria, non è sufficiente che vi sia accrescimento delle disponibilità patrimoniali dell'acquirente (...) ma è necessario che l'atteso incremento di valore del capitale impiegato (ed il rischio ad esso correlato) sia elemento intrinseco all'operazione stessa”*. E proprio sulla base di questo è possibile affermare, con specifico riferimento a *bitcoin*, che non appare condivisibile l'impostazione secondo cui è possibile applicare automaticamente la disciplina dei servizi d'investimento, ma ai fini della loro qualificazione come prodotto finanziario, ciò che rileva sono piuttosto le modalità con cui vengono predisposte l'offerta e la vendita.

Tale posizione è stata confermata dalla Cassazione stessa nella Sentenza del 17 settembre 2020 n. 26807<sup>43</sup>, in cui la Suprema Corte ha affermato che *“la vendita di bitcoin veniva reclamizzata come una vera e propria proposta di investimento, tanto che sul sito ove veniva pubblicizzata si davano informazioni idonee a mettere i risparmiatori in grado di valutare se aderire o meno all'iniziativa, affermando che ‘chi ha scommesso in bitcoin in due anni ha guadagnato più del 97%’”*, allora si doveva ritenere che *“la vendita di bitcoin veniva reclamizzata come una vera e propria proposta di investimento”*, per tali ragioni, l'attività doveva essere soggetta agli adempimenti di cui agli articoli 91 e seguenti del TUF.

Secondo parte della dottrina, il concetto chiave che emerge da tale sentenza è che i *bitcoin* di per sé non sono un prodotto finanziario, ma la loro vendita può configurarsi come forma di investimento se proposta in termini per cui si induce il risparmiatore ad aspettarsi un rendimento di natura finanziaria<sup>44</sup>. In base a questa sentenza, quindi, è possibile giungere a due conclusioni: in primis non è possibile di per sé inquadrare il *bitcoin* inteso come criptovaluta all'interno della categoria dei prodotti finanziari e in secondo luogo che l'acquisto di *bitcoin* anche per un'aspettativa di apprezzamento del valore in futuro, non attribuisce di per sé natura “finanziaria” all'attività posta in essere<sup>45</sup>.

---

<sup>43</sup> Cass., Pen., II Sez., 25 settembre 2020, n. 26807 in *Giur. it.*, 2021, 2225

<sup>44</sup> S. FURNARI, I bitcoin non sono un prodotto finanziario, 2020, <https://fchub.it/i-bitcoin-non-sono-un-prodotto-finanziario/>

<sup>45</sup> *Ibid.*

La natura di “finanziarietà” dell’operazione potrebbe sussistere solamente se l’incremento di valore venga effettivamente promesso da parte del soggetto da cui l’acquisto è effettuato, ma questo non fa altro che confermare la tesi secondo cui è l’operazione, come la stessa viene strutturata e come viene presentata al pubblico a dover essere analizzata, e non il *bitcoin* e la sua essenza economico-finanziaria<sup>46</sup> oggetto della transazione<sup>47</sup>.

In relazione alla rilevanza che viene data all’elemento dell’aspettativa del rendimento di natura finanziaria ai fini della qualificazione di *bitcoin* come prodotto finanziario, una precisazione risulta necessaria. Tale elemento, infatti, può certamente sussistere in relazione a molte ipotesi di compravendita di *bitcoin*, ma può allo stesso tempo, anche potenzialmente coesistere con altre forme di aspettative, come ad esempio quella di godimento del bene oggetto della transazione.

Ai fini qualificatori, quindi, in caso di sussistenza di più di un elemento risulta rilevante chiarire se la disciplina applicabile è quella relativa ai prodotti finanziari in virtù della presenza dell’elemento dell’aspettativa di rendimento di natura finanziaria oppure sia debba fare riferimento all’altra componente presente e alla relativa disciplina.

In relazione a tale problema, grazie agli orientamenti emanati dalla Consob, si è arrivati alla soddisfacente soluzione in base alla quale il *discrimen* per accertare la disciplina applicabile è l’identificazione dell’elemento dominante. In caso di contemporanea sussistenza, per esempio, dell’elemento dell’investimento e di quello di consumo, la prevalenza del primo determinerà l’applicazione della disciplina dettata per i prodotti finanziari.

Con specifico riferimento a *bitcoin* e alle altre criptovalute in senso stretto, l’elemento ulteriore che talvolta sussiste è quello della funzione di pagamento o scambio. In relazione a ciò, però, pur non essendo il caso di *bitcoin* che ad oggi è la criptovaluta più utilizzata e per la quale l’elemento della funzione di pagamento può legittimamente sussistere in capo agli investitori, è necessario considerare il fatto che la maggior parte delle criptovalute ad oggi manca del carattere di oggettiva negoziabilità, in virtù della loro scarsa e circoscritta diffusione, per le quali di *default* è difficile riconoscere la predominanza dell’elemento della funzione di pagamento o scambio.

Ritornando alla disamina della questione della qualificazione di *bitcoin* come prodotto finanziario, va segnalato come la Cassazione ha modificato successivamente con la Sentenza

---

<sup>46</sup> F. DI VIZIO, *Lo statuto giuridico delle valute virtuali: la disciplina e i controlli tra oro digitale ed irrocervo indomito*, 2017, p. 17

<sup>47</sup> F. DALAITI, *Cripto-valute e abusivismo finanziario: cripto-analogia o interpretazione estensiva? Nota a Cass., Sez. II, sent. 17 settembre 2020 (dep. 25 settembre 2020) n. 26807, Pres. Gallo, est. Coscioni*, 2021, p. 57

n. 44378/2022<sup>48</sup> la posizione assunta nella precedente sentenza del 2020. Con la sentenza n. 44378/2022, la Corte si è pronunciata su un ricorso del Procuratore della Repubblica di Brescia che aveva impugnato l'ordinanza emessa dal Tribunale del Riesame di Brescia con la quale era stata rigettata la richiesta del p.m. di disporre il sequestro preventivo di circa 30 *bitcoin* per il reato ex art. 648-ter c.p.; in tale contesto la Suprema Corte ha ritenuto che le monete virtuali acquistate o scambiate su piattaforme virtuali dovevano essere qualificate come prodotti finanziari in virtù del fatto che presentavano tutti gli elementi distintivi di un investimento. Sulla base di questa considerazione, la Corte di Cassazione ha sviluppato una risposta muovendo dalla definizione di valuta virtuale elaborata a livello comunitario contenuta all'interno della V Direttiva Antiriciclaggio<sup>49</sup> ed è giunta alla conclusione secondo cui *“la valuta virtuale deve essere considerata strumento di investimento perché consiste in un prodotto finanziario, per cui deve essere disciplinata con le norme in tema di intermediazione finanziaria (art. 94 ss. T.U.F.)”*<sup>50</sup>.

A differenza della posizione assunta con la Sentenza del 2020, la Corte adotta una posizione che per certi versi afferma l'equiparazione di principio tra criptovalute e prodotti finanziari, anche a prescindere dalle modalità di pubblicizzazione e strutturazione dell'offerta<sup>51</sup>. Numerose critiche sono state sollevate a tale posizione, in primo luogo per il fatto di discostarsi dalla posizione assunta dal Tribunale di Verona con la Pronuncia n. 195 del 24 gennaio 2017, in cui le criptovalute sono state definite come *“strumento finanziario per compiere una serie di particolari forme di transazioni online”*, per discostarsi dalla posizione assunta dalla stessa Corte nella precedente Sentenza n. 26807/2020, in cui gli elementi tipici della finanziarietà venivano riscontrati nell'operazione di vendita dei *bitcoin* e non nei *bitcoin* stessi e soprattutto per il fatto che nel caso in esame non si assiste ad un'articolata disamina in ordine alla causa negoziale (asseritamente finanziaria) del contratto, discostandosi così anche dalla posizione assunta dalla stessa Corte nella Sentenza n. 2736/2013 in cui afferma che *“la causa negoziale è finanziaria [allorquando] la ragione*

---

<sup>48</sup> Cass., Pen., Sez. II, 22 novembre 2022 n. 44378, in *Riv. Pen.* n. 12/2022

<sup>49</sup> L'articolo 1 paragrafo 2 Direttiva n. 2018/843/UE definisce le valute virtuali come *“una rappresentazione di valore digitale che non è emessa o garantita da una banca centrale o da un ente pubblico, non è necessariamente legata a una valuta legalmente istituita, non possiede lo status giuridico di valuta o moneta, ma è accettata da persone fisiche e giuridiche come mezzo di scambio e può essere trasferita, memorizzata e scambiata elettronicamente”*

<sup>50</sup> A. RAZZANTE, *Le crypto attività come prodotti finanziari. A proposito di Cass. Pen., Sez. II, 22 novembre 2022 n. 44378*, 2022, p. 44

<sup>51</sup> A. MESSORE, F. DAGNINO, C. GIULIANO, *Cripto-attività e prodotti finanziari: lo scenario dopo la recente sentenza della Cassazione*, 2022, p. 5

*giustificativa del contratto, e non il suo semplice motivo interno privo di rilevanza qualificante, consiste proprio nell'investimento del capitale (il "blocco" dei risparmi) con la prospettiva dell'accrescimento delle disponibilità investite, senza l'apporto di prestazioni da parte dell'investitore diverse da quella di dare una somma di denaro*"<sup>52</sup>.

Nonostante questa nuova posizione della Cassazione, la qualificazione giuridica dei *bitcoin* come prodotto finanziario presenta ancora non poche incertezze, in primis per le divergenti posizioni assunte dalla Suprema Corte nel corso del tempo e in secondo luogo perché il concetto di prodotto finanziario è un risultato interno dell'ordinamento italiano, che non trova un riscontro unanime all'interno della regolamentazione finanziaria comunitaria e degli Stati membri e difficilmente può risolvere la qualificazione giuridica di un fenomeno così transnazionale come *bitcoin*.

In base all'analisi fin qui esposte circa le ipotesi avallate in dottrina in merito alla qualificazione giuridica del *bitcoin*, si può quindi concludere dicendo che nonostante i molti sforzi fatti, innumerevoli dubbi permangono. Dubbi che per altro non sono stati chiariti dal legislatore europeo, che nel nuovo Regolamento MiCA, specifica all'art. 4 paragrafo 2) che gli obblighi informativi di pubblicazione del White Paper non si applicano alle "*cripto-attività che sono create automaticamente tramite mining a titolo di ricompensa per il mantenimento della DLT per la convalida delle operazioni*", lasciando di fatto i *bitcoin* privi di disposizioni regolamentari chiare<sup>53</sup>.

#### **4. SECURITY TOKEN: NOZIONE E PRINCIPALI CARATTERISTICHE**

La terza tipologia di cripto-attività individuata dalla dottrina in base alla classificazione basata sulla funzione economica è quella dei *security token*, definibili come quei *token* legati all'andamento di un'iniziativa imprenditoriale, trasferibili, negoziabili e rappresentativi di diritti quali: diritti di voto, diritti su flussi di cassa, diritti di proprietà su attività finanziarie o quote su beni reali standardizzabili<sup>54</sup>.

All'interno della categoria dei *security tokens*, possono essere identificate tre sottocategorie:

- 1) *security tokens* nativi digitali, creati come *smart contract* residenti su una DLT.

---

<sup>52</sup> F. CASCINELLI, F. DELLA SCALA, *Crypto assets: prime considerazioni sulla più recente sentenza della Cassazione*, Diritto bancario, 2022, p. 2

<sup>53</sup> F. ANNUNZIATA, A. CONSO, "*MiCA*": la Proposta di regolamentazione della Commissione UE sui *crypto-asset*, in «Bitcoin e cripto-attività», 2023, p. 33

<sup>54</sup> T. LAMBERT, D. LIBEAU, D. ROOSENBOOM, *Security token offerings*. Small Bus Econ 59, 299-325, 2022, p. 301

- 2) *security tokens* puramente sintetici.
- 3) *security tokens* originati da entità finanziarie tradizionali, come banche o intermediari finanziari. Tali *token* sono emessi come azioni o obbligazioni in forma dematerializzata e con contestuale registrazione della proprietà su DLT<sup>55</sup>.

L'impiego principale di tali *token* è relativo alla raccolta di capitali per lo sviluppo di progetti imprenditoriali. Essi sono infatti l'oggetto principale delle *Initial Coin Offerings (ICO)*, ma a differenza di quello che avviene nel caso di emissione di *utility token*, dove al sottoscrittore viene garantito il diritto di avere accesso ai servizi o ai beni messi a disposizione della piattaforma dell'emittente, nel caso dei *security token* vengono garantiti diritti patrimoniali (ad esempio, diritto di partecipare alla distribuzione dei futuri dividendi) e/o amministrativi (ad esempio, diritto di voto su determinate materie) ovvero diritti di credito nei confronti dell'emittente. Il loro scopo, pertanto, consiste nell'essere utilizzati come forma di investimento e/o come fonte di flussi di cassa futuri. Per quanto riguarda la loro qualificazione giuridica, è opinione consolidata nel nostro Paese quella secondo cui i *security tokens*, in virtù dell'oggettiva somiglianza, devono essere ricondotti alla categoria degli strumenti finanziari<sup>56</sup>, in base alla definizione data dalla MiFID II.

Questa posizione è riscontrabile altresì nell'indagine condotta dall'ESMA nel 2018<sup>57</sup>, in cui la stessa autorità, ha sottoposto all'analisi delle Autorità competenti degli Stati membri sei diverse tipologie di crypto-attività, affidando loro il compito di qualificarle dal punto di vista giuridico. Dall'analisi condotta, emerge un'unanime condivisione dell'opinione secondo cui i campioni che presentavano diritti di profitto collegati (casi 1 e 2), ossia caratteristiche tipiche dei *security tokens*, dovevano essere sicuramente ricondotti alla categoria di strumenti finanziari<sup>58</sup>.

La medesima posizione, poi, può essere riscontrata nella posizione assunta dalla Financial Market Supervisory Authority (FINMA) che, nella Guida pratica per le *ICO* pubblicata nel 2018<sup>59</sup>, ha chiarito che la stessa autorità tratta i *security/investment tokens* come valori

---

<sup>55</sup> P. CARRIERE, N. DE LUCA, M. DE MARI, G. GASPARRI, T. N. POLI, *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*, Quaderno giuridico Consob gennaio 2023, p. 29

<sup>56</sup> *Ibid.*

<sup>57</sup> ESMA, *Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs, Annex 1*, p. 6

<sup>58</sup> *Ibid.*, p. 3

<sup>59</sup> FINMA, *Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle initial coin offering (ICO)*, 2018, p. 5

mobiliari in base alla definizione contenuta nell'art. 2 let. b) LInFi, se rappresentano un diritto valore, sono standardizzati e sono idonei ad essere negoziati su vasta scala<sup>60</sup>.

Se dal punto di vista teorico non sussistono grosse problematiche in merito alla qualificazione giuridica dei *security tokens*, dal punto di vista pratico sono presenti alcune incertezze.

Nella pratica, infatti, non esistono solamente cripto-attività che presentano tutte e solo le caratteristiche tipiche dei *security tokens*, ma esistono numerosi casi di *token* ibridi, ossia cripto-attività che presentano elementi tipici di più di una classe di *token* (ad esempio *token* che presentano sia elementi caratterizzanti i *security tokens* e allo stesso tempo elementi tipici degli *utility tokens*) e quindi potenzialmente inquadrabili in più di una categoria. L'incertezza creata da queste fattispecie ibride è altresì confermata dalla già citata analisi condotta dall'ESMA nel 2018, dove le Autorità competenti hanno riportato opinioni profondamente divergenti circa la qualificazione giuridica dei campioni *hybrid*.

Nonostante queste rilevanti incertezze dal punto di vista pratico, dal punto di vista teorico, i *security tokens*, intesi come cripto-attività trasferibili e negoziabili che conferiscono all'investitore diritti patrimoniali, amministrativi o di credito, devono essere ricondotti alla categoria di strumenti finanziari come definiti dalla MiFID II, in base alla forte somiglianza che presentano rispetto alle fattispecie incluse nell'Allegato I Sezione C.

Utile per comprendere le caratteristiche che contraddistinguono i *security tokens* è l'analisi concreta di alcune fattispecie di *token* oggi esistenti sul mercato che in virtù delle loro caratteristiche e funzione economica, vengono qualificati come *security tokens*.

Uno degli esempi più importanti è il Bankera token (BNK), emesso dagli sviluppatori della piattaforma Bankera. L'obiettivo principale dell'*ICO* lanciata dagli sviluppatori era proprio quella di raccogliere il capitale necessario ai fini dello sviluppo del progetto della banca online e dei relativi servizi<sup>61</sup>. Ma cos'è Bankera? Bankera è una banca online che, sfruttando la tecnologia blockchain, mette a disposizione degli utenti i normali servizi bancari offerti da una banca tradizionale, garantendo però una riduzione del numero degli intermediari e quindi dei costi, sia per la banca che per i consumatori.

---

<sup>60</sup> *Ibid.*

<sup>61</sup> BANKERA, *Bankera banking for the blockchain era*, 2017 [http://cryptosilk.com/wp-content/uploads/2017/08/Bankera\\_whitepaper.pdf](http://cryptosilk.com/wp-content/uploads/2017/08/Bankera_whitepaper.pdf)

I benefici garantiti al token BNK da parte degli sviluppatori consistono in una quota dei proventi conseguiti da Bankera mediante l'applicazione di piccole commissioni alle transazioni effettuate dagli utenti settimanalmente utilizzando i conti aperti sulla stessa piattaforma. Gli sviluppatori, in particolare, specificano che a tutte le transazioni verrà applicata una commissione pari al 0,25% e che questo 0,25% verrà poi suddiviso tra la piattaforma e i detentori dei *token*. In particolare, è previsto che Bankera tratterà una quota pari al 0,1% in modo tale da coprire i costi di mantenimento della piattaforma e dei relativi servizi, mentre il restante 0,15% verrà suddiviso tra i detentori dei *token* con cadenza settimanale<sup>62</sup>.

Se pur con alcuni servizi aggiuntivi (ma marginali) offerti da Bankera, il token BNK, presentando il diritto conferito ai detentori di ricevere una parte dei proventi, si configura come *security token*, in particolare come *security token* che conferisce diritti patrimoniali ai suoi detentori. Quindi, in virtù di una chiara somiglianza con i diritti patrimoniali conferiti dalle azioni, specificatamente inclusi nella categoria di strumenti finanziari MiFID II, è possibile affermare che il *token* BNK deve essere considerato uno strumento finanziario e quindi necessariamente deve essere sottoposto alla relativa disciplina dettata dalla MiFID II. La medesima conclusione si può trarre analizzando il *token* INX, ossia il *security token* sviluppato dalla piattaforma INX, che si caratterizza per offrire agli utenti la possibilità di investire ed effettuare attività di *trading* in *asset* digitali. Come per il caso della piattaforma Bankera, infatti, l'obiettivo principale del lancio dell'*ICO* avente ad oggetto i *token* INX era la raccolta di capitali per implementare il progetto e i servizi offerti dalla piattaforma INX.

Per quanto riguarda le peculiarità del *token*, la sua caratteristica principale consiste, in base a quanto previsto dal *White Paper* pubblicato dagli sviluppatori, nel garantire ai rispettivi titolari la distribuzione pro rata su base annua del 40% dei ricavi generati dalla piattaforma<sup>63</sup>. In virtù di tale diritto, configurabile come patrimoniale, anche il *token* INX è passibile di qualificazione come strumento finanziario.

Per concludere l'analisi dei *security tokens*, è possibile affermare con certezza che la configurazione degli stessi come strumenti finanziari risulta una conclusione a cui è molto facile giungere, questo sia in virtù dei diritti forniti dagli stessi ai rispettivi titolari e sia in virtù dei motivi che spingono gli emittenti a promuovere le *ICOs* aventi ad oggetto tali *token*, che fondamentalmente ruo

---

<sup>62</sup> *Ibid.* p. 15

<sup>63</sup> White Paper Token INX,  
[https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1725882/000121390020023202/ea125858-424b1\\_inxlimited.htm](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1725882/000121390020023202/ea125858-424b1_inxlimited.htm)

## 5. GLI NFTs

I *Non Fungible Tokens* (NFTs) sono una categoria di *token* di recente invenzione e si caratterizzano per essere unici, rari ed indivisibili nati tipicamente per rappresentare *asset* digitali (come opere d'arte digitali) o per certificare proprietà fisiche reali (come immobili, auto, opere d'arte e proprietà intellettuali di vario genere)<sup>64</sup>.

Per comprendere correttamente le peculiarità di un NTF, basti pensare ad un'artista che realizza un'opera d'arte. Una volta terminata, egli vi apporrà la sua firma e definitivamente l'opera sarà unica, non replicabile e se apprezzata, in virtù della sua unicità, potrà acquisire un determinato valore sul mercato e potrà essere acquistata da un soggetto disposto a pagarla ai fini di un godimento esclusivo. Nell'universo di internet, invece, questa situazione è difficilmente realizzabile. Per fare un esempio, nel momento in cui un soggetto redige un file sul proprio computer, esso presenta il carattere dell'unicità; infatti, solo l'autore dispone di tale documento. Ma se l'autore decidesse di pubblicare o inviare ad un altro soggetto il file da lui realizzato, questa unicità verrebbe senz'altro persa, dato che anche i destinatari disporranno di tale file. La peculiarità dei NFTs risiede proprio qui, essi infatti sono *token* in grado di mantenere, anche nel contesto di internet, l'unicità delle informazioni contenute al loro interno.

Pur essendo un fenomeno recente, la nascita dei NFTs risale al 2014, quando venne creato da parte dell'artista digitale Kevin McCoy il *token* "Quantum", un'opera digitale consistente in un'immagine di un ottagono che cambia colore<sup>65</sup>. Ma la vera esplosione è avvenuta nel 2021, quando l'11 marzo l'opera digitale dell'artista Beeple è stata venduta dalla casa d'aste Christie's per la cifra record di 69 milioni di dollari. Da quel momento in poi il fenomeno è cresciuto con una velocità esponenziale, basti pensare che Forbes ha calcolato che nel 2021 le operazioni aventi ad oggetto NFTs hanno raggiunto un valore totale pari a 23 miliardi di dollari, con la maggior parte delle transazioni concluse mediante l'utilizzo di criptovalute. Dal punto di vista applicativo, gli NFTs non conoscono limiti. L'esperienza, infatti, mostra come tali *token* siano stati utilizzati in svariati ambiti anche molto diversi tra loro, come quello artistico, dove gli NFTs sono stati impiegati per contenere opere d'arte di svariato genere; nel campo della tokenizzazione di oggetti del mondo reale; in ambito *gaming*, dove gli NFTs vengono utilizzati per la creazione e lo scambio di oggetti esclusivi all'interno dei

---

<sup>64</sup> F. AVELLA, *I termini essenziali per navigare tra le cripto-attività*, in «Bitcoin e cripto-attività», 2023, p. 12

<sup>65</sup> A. MOLETTI, *Chi ha inventato gli NFT?* Trend Online, 2022, <https://www.trend-online.com/metaverso-nft/chi-ha-inventato-gli-nft/>

videogiochi; per eventi virtuali e fisici, dove l'acquisto di un NFT può garantire la possibilità di vivere un'esperienza esclusiva riservata solo ai titolari di tali *token*. Insomma, i settori in cui è possibile assistere all'utilizzo di tali *token* sono moltissimi, il che crea un forte interesse circa i risvolti economici, ma anche dal punto di vista delle questioni legali, dove l'applicazione delle disposizioni esistenti mal si concilia con le peculiarità degli stessi.

Dal punto di vista della qualificazione giuridica, come si è visto per gli *utility tokens*, *security tokens* e *payment tokens*, essa dipende dalle caratteristiche intrinseche del *token* e dalla tipologia di diritti e poteri che sono conferiti ai loro titolari. In virtù del fatto che la categoria dei NFTs raggruppa tutti i *token* non fungibili, indipendentemente dalle caratteristiche e dai diritti conferiti, una qualificazione giuridica dell'intera categoria non appare possibile. Ai fini qualificatori, quindi, è necessaria un'analisi *case-by-case* del *token* in modo tale da identificarne le caratteristiche e i diritti conferiti e quindi chiarire la disciplina ad esso applicabile. In particolare, ciò che rileva a tal proposito sono le informazioni che il *token* contiene, a chi sono attribuite tali informazioni, i destinatari delle stesse, per quali fini sono espresse e che conseguenze producono nell'assetto economico e giuridico di riferimento.

Prendendo in considerazione, però, aspetti ulteriori rispetto al *token* e le sue caratteristiche intrinseche e quindi considerando gli elementi relativi alla modalità con cui l'offerta di acquisto al pubblico viene predisposta e strutturata dagli emittenti, in una prospettiva eminentemente regolamentare *fintech* gli NFTs, e in particolare gli NFTs relativi alla cripto-arte, hanno mostrato di poter di volta in volta rilevare, a seconda dei molteplici modelli di business osservabili, talora come strumento finanziario, valore mobiliare, prodotto finanziario; questo in virtù del fatto che possono costituire l'oggetto di operazioni di detenzione, accumulazione, scambio, offerta al pubblico e finanziamento. È dunque prioritario interrogarsi sulla qualificazione giuridica degli NFTs con un particolare riguardo alla loro finanziarietà.

Tale prospettiva diviene ancor più rilevante nel momento in cui le opere d'arte, al pari dei beni rifugio, si propongono come occasioni di investimento e quindi come asset finanziario funzionale ad una logica di diversificazione del portafoglio. Come detto, quindi, sulla qualificazione giuridica dei NFTs incidono numerosi fattori strettamente connessi alla tipologia di diritti inclusi nello stesso. Se volessimo quindi concentrare il focus sulle NFTs relative alla cripto-arte, risulta fondamentale l'analisi dei vari modelli di business riscontrabili, che possono essere così riassunti: (i) creazione di NFTs unici ed infungibili rappresentativi di una sottostante opera d'arte fisica, definibili come opere d'arte tokenizzate (ii) opere d'arte native digitali create e contenute in un NFT

infungibile e unico rappresentativo dell'opera, (iii) creazione di *token* finalizzati alla raccolta di capitale mediante *ICO* di modo da finanziare progetti artistici, equiparabili, quindi, a seconda dei casi, ad *utility* o *security tokens* e quindi definibili come *art-security* o *utility tokens* ed infine, (iv) la creazione di NFT rappresentativi di un sottostante basket di investimenti in opere d'arte analogiche, digitali o cripto<sup>66</sup>.

Analizzando questi quattro modelli di business, importante dire che è evidente ai fini qualificatori il fatto che non possono essere prese in considerazione solo le caratteristiche intrinseche del *token*, ma risulta necessario analizzare di volta in volta l'intelaiatura tecnica e negoziale sottostante ad ogni piattaforma esaminata, dovendo così analizzare anche le modalità di predisposizione dell'offerta, della vendita della circolazione di tali *token*. In assenza di questa analisi, infatti, come detto in precedenza, risulterebbe impossibile pretendere di sottoporre ad una valutazione unitaria il fenomeno dei NFTs in quanto tale. Ed è proprio adottando questo approccio che, unitamente alla considerazione che nella maggior parte dei casi tali NFTs paiono negoziabili su mercati secondari c.d. *marketplaces on-line* specializzati, si può arrivare a trarre una conclusione in merito alla potenziale qualificazione giuridica di tali *token*. Partendo dalle c.d. opere d'arte tokenizzate esse possono essere qualificate in termini di *asset token* e quindi risultano assimilabili a veri e propri derivati<sup>67</sup> con tutto ciò che ne consegue in termini di potenziale applicazione della disciplina sui servizi d'investimento. Rispetto alle cripto-opere d'arte native digitali si può parzialmente giungere alla medesima conclusione, soprattutto qualora queste risultino negoziabili su *market places* che possano qualificarsi alla stregua di *trading venues* ai sensi della MiFID II. Per quanto riguarda, invece, *gli art-security tokens*, la loro riconduzione alla categoria di strumenti finanziari dovrebbe essere pacifica in funzione dei loro tratti morfologici e funzionali, essendo, infatti, destinati al finanziamento di un progetto imprenditoriale artistico a fronte dei quali l'investitore godrà di diritti di tipo associativo<sup>68</sup>. In relazione a quanto detto, quindi, è possibile concludere che le opere d'arte nella loro dimensione cripto tipica dei NFTs non possono sottrarsi di per sé e automaticamente all'ampio raggio della disciplina dei servizi di investimento ove questi possano ovviamente

---

<sup>66</sup> P. CARRIÈRE, *La "cripto-arte" e i non-fungible tokens (NFTs): tentativi di inquadramento giuridico*, Diritto Bancario, 2021, p. 3

<sup>67</sup> I derivati (*futures, forward, opzioni e swap*) sono contratti il cui valore dipende dall'andamento di una o più variabili (definite sottostante) e in base all'Allegato 1 Sezione C MiFID II rientrano nel novero degli strumenti finanziari

<sup>68</sup> F. RAMPONE, *NFT e token crittografici in chiave civilistica: dal documento informatico agli atomi digitali*, Diritto Bancario, 2023, p. 13

dirsi svolti professionalmente e nei confronti del pubblico<sup>69</sup>. Questo in considerazione anche del fatto che, in una prospettiva prettamente interna, la creazione, la vendita e la commercializzazione di NFTs può essere predisposta con modalità tali da far rientrare l'*asset* venduto nella definizione di “*ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*” riscontrabile nella nozione di prodotto finanziario data dal TUF, comportando così la necessaria applicazione delle disposizioni relative all’offerta al pubblico di prodotti finanziari.

Per quanto riguarda i risvolti in ambito legale, il quadro relativo alla creazione, commercializzazione e acquisto dei NFTs è prevalentemente indefinito e controverso. Tali *token*, infatti, fanno emergere importanti questioni non solo in relazione alla loro qualificazione giuridica, ma anche in merito a questioni attinenti alla proprietà intellettuale, i diritti di pubblicità e la tutela del consumatore. In primo luogo, vi sono le potenziali questioni concernenti la normativa sulla proprietà intellettuale e sui diritti di privativa. In relazione a tale aspetto, i giuristi si dividono in base a due tesi contrapposte, da una parte vi è chi sostiene che gli NFT dovrebbero comportare, in capo al titolare dell’opera, un diritto di privativa; dall’altra vi è chi sostiene che gli NFT non abbiano alcuna rilevanza dal punto di vista del diritto d’autore, ma che la proprietà dell’originale digitale debba essere considerata come qualcosa di autonomo e isolato rispetto a tale diritto<sup>70</sup>. In base a questa tesi, quindi, gli NFT possono essere equiparati ad un’opera artistica fisica, il cui acquirente ha il diritto ad esercitarne un godimento libero ed esclusivo, ma non ha il diritto d’autore sull’opera, che rimane in capo all’artista autore della stessa<sup>71</sup>. Un’ulteriore criticità dal punto di vista legale è sicuramente il risvolto che hanno i NFT in relazione alla tutela del consumatore. Il primo punto critico è quello relativo all’identificazione della controparte. Essendo commercializzati mediante la tecnologia blockchain, può essere non facile chiarire se la controparte della transazione è un professionista e quindi se risulti applicabile la disciplina del diritto dei consumatori. La natura della controparte può essere desunta sulla scorta dei criteri identificati dalla Causa C-105/17<sup>72</sup>, in cui la Corte di Giustizia, ai fini dell’applicazione del diritto europeo dei

---

<sup>69</sup> Ibid.

<sup>70</sup> R. BERTI, F. SPOTO, F. ZUMERLE, *NFT: che cosa sono, come funzionano, come investire sui Non Fungible Token*, Network Digitale 360, 2022, <https://www.agendadigitale.eu/documenti/nft-che-cosa-sono-come-funzionano-come-investire-sui-non-fungible-token/>

<sup>71</sup> R. BRAND, *Non-Fungible Tokens: The Blockchain Technology Raising Legal Issues*, Arent Fox Schiff, 2021 <https://www.afslaw.com/perspectives/alerts/non-fungible-tokens-the-blockchain-technology-raising-legal-issues>

<sup>72</sup> Corte di Giustizia dell’Unione Europea (CGUE), sez. V, 4 ottobre 2018, C-105/17

consumatori, qualifica come professionista la controparte, tra le altre cose, sulla base del numero e della frequenza delle transazioni effettuate e dalle modalità con cui queste vengono effettuate. Tuttavia, come detto, può non essere sempre agevole condurre una simile indagine per ogni transazione e quindi sono indubbi i profili di incertezza in relazione a tale aspetto. Inoltre, importanti profili di incertezza sussistono in relazione agli obblighi informativi imposti ai professionisti che forniscono beni o servizi ai consumatori dato che, in virtù della complessità e del carattere fortemente innovativo, per i consumatori potrebbe risultare complicato e poco agevole la comprensione delle reali caratteristiche dei NFTs. Pertanto, è necessario che le regole circa gli obblighi per i professionisti siano idonee a far sì che il contenuto e la forma delle informazioni fornite siano appropriati. Infine, sempre con riferimento ai profili inerenti alla tutela dei consumatori, la direttiva 2011/83/UE<sup>73</sup> sui diritti dei consumatori impone ai professionisti importanti obblighi di informativa circa la possibilità e le modalità d'esercizio del diritto di recesso dai consumatori dopo la conclusione della transazione<sup>74</sup>. Il diritto di recesso attribuisce al consumatore la facoltà di recedere da un contratto a distanza entro quattordici giorni, senza dover fornire alcuna giustificazione. Nel caso dei NFT però, è chiara la difficoltà di applicazione delle normali disposizioni del diritto di recesso, sia per le eventuali fluttuazioni che il valore del *token* può subire in pendenza del periodo in cui il recesso può essere esercitato e sia per quanto riguarda il fatto che le transazioni avvengono su blockchain che, a causa del carattere imm modificabile dei blocchi della catena<sup>75</sup>, non permette un agevole esercizio del diritto. Per concludere, è importante dire che la rilevanza e importanza pratica dei NFTs è sicuramente non contestabile. La tokenizzazione di opere digitali è un'attività che ha perfettamente ragione di esistere, in tal modo si garantisce la possibilità di riprodurre quella condizione di unicità riscontrabile nel mondo reale ma non praticabile nell'ambito di internet fino all'approdo di tali *token*. Nonostante i vantaggi sottesi, però, è chiara l'incertezza che riecheggia in relazione ai risvolti legali che possono avere tali fattispecie, dovuta principalmente all'assenza di disciplina specificatamente loro dedicata. Lo stesso MiCAR, infatti, all'art. 2 par. 3 chiarisce che *“Il presente regolamento non si applica alle cripto-attività che sono uniche e non fungibili con altre cripto-attività”*.

---

<sup>73</sup> Direttiva n. 2011/83 del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 ottobre 2011

<sup>74</sup> *Ibid.* Considerando 9

<sup>75</sup> C. APARO, *Non Fungible Token: il nuovo trend che, grazie all'utilizzo della tecnologia blockchain, sta rivoluzionando il mondo dell'arte, collezionismo e non solo*, 2022, [https://www.dirittoconsenso.it/2021/05/24/i- non-fungible-token-aspetti-teorici-tecnici-giuridici/#\\_ftn8](https://www.dirittoconsenso.it/2021/05/24/i- non-fungible-token-aspetti-teorici-tecnici-giuridici/#_ftn8)

## 6. LA PARTICOLARE CLASSE DELLE STABLECOIN

Come analizzato in precedenza, all'interno della categoria dei *payment tokens* è possibile identificare le *stablecoin*, che si caratterizzano per essere delle criptovalute progettate per mantenere ancorata la loro valorizzazione ad un asset o paniere di asset e la cui funzione principale consiste nell'essere utilizzati come mezzo di pagamento<sup>76</sup>. La logica che sta alla base di tali *token* consiste nel contenere la volatilità e prefigurarsi come mezzo alternativo di pagamento a fronte di una riserva di valore stabile, appunto perché garantiscono, come detto, una minore volatilità rispetto alle criptovalute tradizionali mantenendo però al contempo l'efficienza della tecnologia blockchain nelle transazioni<sup>77</sup>.

Dal punto di vista del bene o beni utilizzati come sottostante, le *stablecoin* possono essere ancorate ad uno o più *asset* di tipo convenzionale - come *asset* finanziari, materie prime o monete *fiat* - oppure possono essere ancorate ad una cripto-attività (come *bitcoin*), ovvero un paniere di più "monete virtuali"<sup>78</sup>. Quindi, sulla base dell'*asset* a cui è ancorato la *stablecoin* è possibile individuare le seguenti fattispecie:

- 1) *Stablecoin* ancorate a valute *fiat*
- 2) *Stablecoin* ancorate a criptovalute
- 3) *Stablecoin* ancorate ad altri *asset* come materie prime o strumenti finanziari

Negli ultimi anni poi, ha preso piede una nuova tipologia di *stablecoin* chiamati *aglorithmic stablecoin*. Le *aglorithmic stablecoin* si caratterizzano, a differenza delle normali *stablecoin*, per non essere ancorate ad alcun *asset* sottostante e per il fatto che il contenimento della volatilità viene garantita da un algoritmo che opera in maniera automatica servendosi di uno *smart contract*. Tramite questo sistema viene fissato un valore di riferimento e se il prezzo della *stablecoin* si discosta aumentando rispetto a tale valore, il prezzo viene aggiustato dall'algoritmo mediante l'emissione automatica di nuovi *token*<sup>79</sup>.

Anche per quanto riguarda le *stablecoin*, la qualificazione giuridica presenta non poche incertezze in virtù delle differenti conclusioni che si possono trarre a seconda degli *asset* che fungono da sottostante. Infatti, nel caso in cui una *stablecoin* dovesse presentare come sottostante una moneta *fiat*, il *token* potenzialmente tenderebbe ad assumere la natura di strumento di pagamento, presentando così, i tratti tipici della moneta elettronica. D'altra parte, però, se il *token* dovesse presentare come sottostante un paniere di *asset* diversi da

---

<sup>76</sup> D'APICE R., *Oltre le criptovalute*, Assogestioni, 2023, p. 15

<sup>77</sup> F. ANNUNZIATA, A. CONSO, *La criptovaluta Stablecoin*, 2023, in «Bitcoin e cripto-attività», p. 35

<sup>78</sup> *Ibid.* p. 36

<sup>79</sup> G. ALBÉ, F. BOTTINI, *Cosa sono le stablecoin, i diversi tipi e come funzionano*, 2022, p. 7

monete *fiat*, allora perderebbe sicuramente un po' la natura di moneta e prenderebbe di più le sembianze di un prodotto o strumento finanziario. In relazione a tale ultimo aspetto, però, va segnalato che la Commissione UE ha chiarito che le *stablecoin* non possono essere considerati cripto-asset disciplinati dall'attuale sistema regolamentare previsto per i servizi finanziari, in virtù delle differenze sussistenti tra questa particolare classe di *token* e gli strumenti finanziari<sup>80</sup>.

In ogni modo, va segnalato il fatto che le discussioni inerenti alla qualificazione giuridica delle *stablecoin*, hanno parzialmente perso centralità. Questo perché la corposa attività di analisi che viene condotta in relazione alle varie tipologie di *token* individuate dalla dottrina, non è fine a sé stessa, ma è specificatamente dedicata a qualificare i *token* in modo tale da identificare quale deve essere la disciplina esistente ad esso applicabile. La perdita di centralità della questione risiede proprio qui, cioè nel fatto che il Regolamento MiCA ha espressamente previsto una definizione chiara e una compiuta disciplina per le *stablecoin*, riducendo al minimo le incertezze pratiche su quali debbano essere le regole ad esse applicabili. Dal momento dell'entrata in vigore del nuovo regolamento, infatti, emittenti e prestatori di servizi concernenti *stablecoin* non opereranno esenti da regole, ma saranno sottoposti allo stringente quadro regolamentare dettato dal MiCA.

Le ragioni per cui il Legislatore europeo si è interessato al fenomeno delle *stablecoin*, vanno ricercate nelle implicazioni che questa particolare classe di cripto-attività può avere in ambiti rilevanti e sensibili per l'Unione. In tal senso, la BCE ha evidenziato come in virtù del volume delle transazioni aventi ad oggetto *stablecoin*, paragonabile al volume di transazioni aventi ad oggetto *bitcoin*, e del fatto che la maggior parte di tali transazioni avviene internamente al mondo cripto, essi non hanno una vera e propria rilevanza sistemica per l'Unione, quindi non destano (ancora) particolari preoccupazioni. Nonostante questo, però, un eventuale aumento del volume di transazioni ed in generale del fenomeno *stablecoin* potrebbe avere importanti implicazioni sulla stabilità finanziaria, sulle infrastrutture di mercato e dei pagamenti e sulla vigilanza bancaria nell'area euro<sup>81</sup>.

Per quanto riguarda la stabilità finanziaria, i rischi che potrebbero comprometterla sono essenzialmente due: un'eventuale "corsa alla liquidità"<sup>82</sup> verso l'emittente, che rischierebbe di compromettere il funzionamento dell'accordo alla base delle *stablecoin* e il rischio di

---

<sup>80</sup> Ibid. p. 37

<sup>81</sup> ECB Crypto-Assets Task Force, *Stablecoins: Implication for monetary policy, financial stability, market infrastructure and payments, and banking supervision in the euro area*, No. 247/September 2020, p. 22

<sup>82</sup> paragonabile ad una *Bank run*, in cui i clienti di una banca non fidandosi più della solvibilità dell'ente, corrono in massa a ritirare i soldi depositati

contagio dell'intero sistema finanziario che creerebbe una *stablecoin* compromessa. Una “corsa alla liquidità” dagli emittenti delle *stablecoin* potrebbe verificarsi se gli utenti finali perdessero fiducia nell'emittente o nella sua rete, ciò potrebbe accadere, ad esempio, se si verifica un evento avverso (come un attacco informatico al sistema o un furto dal portafoglio) o se gli utenti finali si rendono conto che le attività poste come *collateral* stanno perdendo valore, mettendo così in dubbio il valore della *stablecoin*. “La corsa alla liquidità” rischierebbe quindi di compromettere una *stablecoin* e comporterebbe una necessità da parte dell'emittente di far fronte alle richieste di rimborso da parte degli utenti, costringendolo a liquidare le attività di riserva detenute come garanzia nel proprio portafoglio, innescando così effetti di contagio su più mercati contemporaneamente e potenzialmente sull'intero sistema finanziario<sup>83</sup>.

Infine, per quanto riguarda i sistemi di pagamento, la diffusione di *stablecoin* in assenza di una compiuta disciplina, potrebbe rendere il mercato europeo dei pagamenti dipendente da tecnologie gestite e disciplinate altrove. Il che potrebbe comportare un difficile tracciamento dei pagamenti nell'ambito della lotta al riciclaggio di denaro, al finanziamento del terrorismo e all'evasione fiscale<sup>84</sup>.

Un discorso a parte, però, va fatto per la *ratio* che ha mosso il legislatore europeo a disciplinare la particolare categoria di *stablecoin* collegate ad una singola moneta *fiat*, in virtù della forte somiglianza che presenta con la moneta elettronica disciplinata dalla direttiva n. 2009/110/CE. Nonostante la presenza di non indifferenti analogie, le *stablecoin* ancorate ad un'unica moneta fiduciaria e la moneta elettronica differiscono per alcuni aspetti fondamentali. In primo luogo, i possessori di moneta elettronica sono titolari di un credito nei confronti dell'istituto emittente di moneta elettronica e hanno il diritto contrattuale di chiedere in qualsiasi momento il rimborso della loro moneta elettronica in moneta fiduciaria avente corso legale. Di contro, le cripto-attività aventi come valuta di riferimento un'unica moneta fiduciaria avente corso legale non offrono ai loro possessori un credito di questo tipo nei confronti dell'istituto emittente, il che comporterebbe una loro esclusione dall'applicazione della direttiva 2009/110/CE. La *ratio* risiede proprio qui, ossia nella necessità di evitare forme di elusione delle norme stabilite per la moneta elettronica e per evitare forme di arbitraggio normativo in relazione alle regole di emissione di *stablecoin*

---

<sup>83</sup> G7, Working Group on Stablecoin, *Investigating the impact of global stablecoin*, 20219, p. 7

<sup>84</sup> F. PANETTA, *Stablecoin: due facce della stessa moneta*, 2020, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp201104~7908460f0d.it.html>

ancorate ad un'unica moneta fiduciaria, regole che devono stabilire condizioni rigorose per l'emissione e per la prestazione di servizi, al pari di quanto previsto dalla direttiva 2009/110/CE<sup>85</sup>.

Per concludere, utile al fine di comprendere il reale meccanismo che sta alla base delle *stablecoin* è l'analisi di alcune delle fattispecie più importanti:

**TrueUSD token:** TrueUSD è una *stablecoin* basata su Ethereum, lanciata nel 2018 e si caratterizza per essere una *stablecoin* ancorata al valore del dollaro, con cui mantiene un rapporto fisso di 1:1. L'obiettivo degli sviluppatori con il lancio di TrueUSD era quello di fornire una cripto-attività facilmente utilizzabile come mezzo di pagamento, capace di risolvere i problemi di volatilità che contraddistinguono il *bitcoin* pur mantenendo l'efficienza e la velocità di conclusione delle transazioni che garantisce l'impiego della tecnologia *blockchain*<sup>86</sup>.

**Digix Gold Token (DGX):** Digital Gold Token, è una *stablecoin* anch'essa basata sulla blockchain di Ethereum la cui peculiarità consiste nel fatto che il suo valore è ancorato a quello di lingotti d'oro fisico detenuti in un deposito a Singapore, con un rapporto di un DGX uguale ad un grammo d'oro standard<sup>87</sup>.

**Basecoin:** il Basecoin si caratterizza per essere una *algorithmic stablecoin*, il cui valore è appunto mantenuto stabile mediante l'utilizzo di un algoritmo. L'obiettivo principale degli sviluppatori era proprio quello di inventare una cripto-attività in grado di contenere al massimo la volatilità, che a differenza di *bitcoin*, potesse essere utilizzata nelle transazioni quotidiane<sup>88</sup>.

## 7. CONCLUSIONI: RISCHI E BENEFICI DELLE CRIPTO-ATTIVITA'

Ogni innovazione tecnologia pone il legislatore di fronte a complessi interrogativi<sup>89</sup>. È per questa ragione che, prima di iniziare ad analizzare gli approcci regolamentari adottati dai legislatori dei vari Stati, è necessario capire qual è la *ratio* che muove questo bisogno

---

<sup>85</sup> Proposta di Regolamento MiCA, considerando n. 10

<sup>86</sup> P. MONLOUIS, *TrueUSD Crypto Review 2023, TUSD ha un futuro?* 2023, <https://edubourse.com/it/crypto-monnaie/trueusd-crypto-avis/#:~:text=TrueUSD%20%C3%A8%20la%20stablecoin%20pi%C3%B9,20%20dalla%20blockchain%20di%20Ethereum>.

<sup>87</sup> K. CHNG, S. DJIE, A. EUFEMIO, *Digix's Whitepaper: The Gold Standard in Crypto-Assets*, 2016, p. 2

<sup>88</sup> AL-NAJI, CHEN, DIAO, *Basis: A Price-Stable Cryptocurrency with an Algorithmic Central Bank*, 2018

<sup>89</sup> M. MAUGERI, *Cripto-attività e abusi di mercato*, in "Osservatorio del diritto civile e commerciale, Rivista semestrale" 2022, pp. 413-434, p. 415

regolamentare e più in particolare quali siano i rischi e i benefici che le cripto-attività hanno portato. Analisi che è utile non solo per identificare le modalità di intervento per disciplinare correttamente tali sistemi, ma anche per identificare il momento giusto per l'intervento, di modo da evitare di intervenire troppo presto, rischiando così di bloccare sul nascere lo sviluppo di una tecnologia che senz'altro porta con sé molti benefici, oppure troppo tardi, rischiando così di intervenire solo quando parte di tali rischi hanno già creato problemi al sistema e ai consumatori/investitori.

Per quanto riguarda i rischi, essi riguardano innanzitutto la stabilità del sistema finanziario che, nel contesto di un mondo non regolamentato, potrebbe essere minata in virtù della forte interdipendenza esistente tra i vari soggetti che partecipano in tale contesto. Senza considerare poi la disciplina che entrerà in vigore con il nuovo regolamento MiCA, importanti rischi sussistono anche in relazione alla tutela degli investitori. Dal momento della nascita del fenomeno delle cripto-attività, infatti, sono state proposte migliaia di iniziative di *ICO* per il lancio e l'offerta di nuove cripto-attività ad una vasta gamma di investitori, nei cui confronti era forte il problema dell'asimmetria informativa rispetto all'emittente. A differenza che nelle IPO, infatti, gli emittenti di cripto-attività risultavano completamente esenti da qualsiasi disciplina in merito agli obblighi informativi che devono essere garantiti agli investitori al fine di compiere una scelta informata sull'investimento. Non trovavano infatti applicazione tutte le disposizioni relative all'offerta al pubblico di strumenti finanziari sancite dalla MiFID II e dal Regolamento Prospetto<sup>90</sup>, l'unica informativa che veniva talvolta garantita, consisteva nel *White Paper* che la maggior parte degli emittenti redigeva, la cui pubblicazione non era peraltro obbligatoria e il contenuto non doveva rispettare alcuna disposizione regolamentare, il che comportava un'assoluta libertà nel contenuto e nelle forme di redazione e pubblicazione.

In assenza della disciplina del MiCAR, poi, non sussiste alcuna forma di controllo nei confronti della predisposizione dell'offerta da parte delle autorità competenti. A differenza che nelle IPO, infatti, in cui vi è uno stretto e serrato controllo da parte delle autorità nazionali competenti in tutte le fasi dell'offerta, nell'emissione di cripto-attività gli emittenti sono lasciati completamente liberi da qualsiasi forma di controllo, il che aumenta sensibilmente i profili di pericolo per gli investitori a causa delle frodi dei potenziali comportamenti opportunistici degli emittenti. Importanti profili di rischio per gli investitori sussisterebbero poi anche in relazione a

---

<sup>90</sup> Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 n. 1129

soggetti diversi dagli emittenti, si pensi ad esempio alle piattaforme di custodia dei *wallet* oppure le piattaforme di scambio di criptovalute, in relazione ai quali gli investitori, in assenza di una compiuta disciplina, risulterebbero completamente esposti al rischio di subire perdite economiche in caso di eventi patologici come il fallimento della piattaforma che custodisce il *wallet*<sup>91</sup>.

Altri profili di rischio sussistono poi in relazione alle caratteristiche intrinseche che caratterizza la maggior parte delle cripto-attività. Gli investitori, infatti, oltre a tutelarsi da possibili frodi degli emittenti, devono considerare la forte volatilità che contraddistingue questi strumenti e quindi la possibilità di perdere interamente il capitale investito a causa delle fluttuazioni repentine del valore<sup>92</sup>. A conferma della rilevanza di questo problema, va considerato il fatto che le ESAs hanno pubblicato un documento nel 2022 volto proprio a mettere in guardia e avvisare gli investitori circa il rischio concernente l'investimento in cripto-attività in virtù della loro forte volatilità. Le tre ESAs, infatti, evidenziano come gli investitori, nella scelta di acquistare cripto-attività, devono considerare i seguenti pericoli:

- l'alta volatilità del prezzo che comporta, come detto, la possibilità di perdere interamente i soldi investiti e l'impossibilità di utilizzare tali strumenti come riserva di valore o come mezzo di pagamento
- la possibilità di incorrere in frodi o informazioni ingannevoli, dovute appunto all'assenza di una regolamentazione fino all'entrata in vigore del Regolamento MiCA
- complessità di questi prodotti, dovuta principalmente alla complessità dei meccanismi e del funzionamento della tecnologia blockchain sottostante
- attacchi informatici: dal momento della loro nascita, moltissime piattaforme di *exchange* e *wallet providers* hanno subito attacchi informatici da parte di hacker<sup>93</sup>

A fronte di importanti rischi che presentano le cripto-attività, doverosa è l'analisi dei benefici e delle opportunità connesse a tali strumenti e alla *blockchain*. Come detto in precedenza, il fenomeno delle cripto-attività è nato con una forte connessione con la moneta e con la macrocategoria degli strumenti di pagamento, ma ben presto, si è assistiti ad una espansione del fenomeno che ha portato l'utilizzo di questa tipologia di *asset* in svariati ambiti e

---

<sup>91</sup> G. CAVALLARO, *Diritto del Mercato Mobiliare. Manuale teorico-pratico. Profili tributari, condotte illecite e sistemi di risoluzione delle controversie*, a cura di G. Cavallaro, Pacini Giuridica, Pisa, 2020, p. 135

<sup>92</sup> ESAs, *EU financial regulators warn consumers on the risk of crypto-assets*, 2022, p. 2<sup>[1]</sup><sub>[5EP]</sub>

<sup>93</sup> *Ibid.* p. 3

situazioni. Si è osservato, a tal proposito, un crescente ricorso alla nuova tecnica delle *ICO*, talvolta utilizzata come strumento di raccolta di capitali da destinare allo sviluppo di progetti imprenditoriali, strumento alternativo rispetto alle classiche *Initial Public offerings* (IPO), dalle quali si distinguono per costi di procedura inferiori, adempimenti meno stringenti e tempistiche drasticamente ridimensionate, rendendo così lo strumento dell'appello al pubblico risparmio più accessibile sia a molti più emittenti, che a molto più investitori<sup>94</sup>. Circostanza che ha aiutato per lo più le piccole imprese, in particolare *start-up*, ad accedere a canali di finanziamento diversi da quello tipico bancario. Per quanto riguarda, infine, la *blockchain*, anch'essa presenta numerosi vantaggi che possono essere sfruttati in svariati ambiti. Vantaggi che spaziano dal miglioramento nella verifica delle transazioni, alla riduzione dei costi e la maggior sicurezza ed efficienza delle stesse<sup>95</sup>. Vantaggi che creano una situazione in cui i legislatori nazionali devono sì intervenire con una regolamentazione volta ad eliminare o ridurre i rischi, di modo da tutelare gli investitori, ma allo stesso tempo garantire che tale regolamentazione non vada a frenare lo sviluppo di tali tecnologie di modo da sfruttarne a pieno i benefici.

---

<sup>94</sup> P. CARRIÈRE, *Il fenomeno delle cripto-attività (Crypto-assets) in una prospettiva societaria*, Banca Impresa Società, 2020, p. 6

<sup>95</sup> J. GOLOSOVA, A. ROMANOV, *The Advantages and Disadvantages go the Blockchain Technology*, 2018, p. 5

## **CAPITOLO II. LE ESPERIENZE REGOLAMENTARI: TRA QUALIFICAZIONE GIURIDICA E IPOTESI DI DISCIPLINA**

**SOMMARIO:** 1. INTRODUZIONE – 2. L’ATTIVITA’ REGOLAMENTARE DEL  
LEGISLATORE INTERNO E COMUNITARIO E DELLE AUTORITA’ DI  
VIGILANZA - 2.1. Il contributo a livello interno e comunitario delle Autorità di vigilanza-  
3. IL CONTRIBUTO DELLA CONSOB CON IL DOCUMENTO PER LA  
DISCUSSIONE - 3.1. Aspetti definatori - 3.2. Aspetti regolamentari - 3.3. Conclusioni 4.  
LA DISCIPLINA DELLE CRIPTO-ATTIVITA’ A MALTA - 4.1. L’approccio del  
legislatore maltese al problema della qualificazione giuridica delle cripto-attività e  
dell’ambito di applicazione del VFA Act - 4.2. Considerazioni conclusive circa l’approccio  
regolamentare maltese – 5. LA REGOLAMENTAZIONE DELLE CRIPTO-ATTIVITA’  
NEGLI STATI UNITI - 5.1. Il ruolo della SEC e l’Howey Test - 5.2. La Commodity  
Futures Trading Commission (CFTC) e la sua posizione rispetto a bitcoin e le altre  
Criptovalute - 5.3. Conclusioni in merito alla regolamentazione statunitense 6.  
L’APPROCCIO REGOLAMENTARE SVIZZERO IN TEMA DI CRIPTO-ATTIVITA’ -  
6.1. Introduzione e principali elementi positivi della regolamentazione svizzera sulle  
cripto-attività - 6.2. Il ruolo della FINMA - 6.3. Gli adattamenti del diritto federale agli  
sviluppi della tecnologia DLT - 6.4. Conclusioni: utilità per il legislatore interno – 7.  
CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

## 1. INTRODUZIONE:

Nel capitolo precedente sono state esaminate le diverse tipologie di cripto-attività e la tecnologia DLT su cui le stesse si basano, al fine di evidenziare le caratteristiche e le varie differenze tra loro esistenti.

Oltre a ciò, sono stati analizzati i dibattiti che hanno circondato la qualificazione giuridica di tali classi di cripto-attività, al fine di comprendere a quale istituto giuridico e relativa disciplina dovrebbero essere ricondotte, considerando l'assenza di una regolamentazione prima dell'entrata in vigore del Regolamento MiCA.

In questo capitolo, l'obiettivo è quello di analizzare in modo approfondito, mettendo in evidenza vantaggi e svantaggi, i vari approcci regolamentari adottati da alcune legislazioni all'avanguardia nel campo delle cripto-attività. L'importanza di tale analisi in una prospettiva comparatistica risiede in due ragioni fondamentali. Innanzitutto, consente di esaminare le differenze nella disciplina stabilita dai legislatori stranieri per gli attori coinvolti in questo settore, in particolare i fornitori di servizi, gli emittenti e gli investitori, rispetto a quella definita dal nuovo Regolamento che entrerà in vigore nei prossimi mesi in tutta l'Unione Europea.

In secondo luogo, l'analisi delle regolamentazioni adottate da altri Stati è utile per identificare possibili soluzioni che potrebbero essere adottate in Europa per affrontare alcune questioni che, nonostante l'imminente entrata in vigore di tale disciplina *ad hoc*, sono ancora aperte e irrisolte, come ad esempio la qualificazione giuridica delle cripto-attività e il correlato problema della definizione del campo di applicazione delle diverse discipline potenzialmente applicabili a tali fattispecie.

Prima di compiere una dettagliata disamina di tali tematiche, è opportuno condurre un'analisi approfondita di ciò che è già stato fatto sia a livello nazionale che comunitario nel corso degli ultimi anni. A tal proposito verranno analizzate le misure adottate a livello comunitario e nazionale per contrastare il riciclaggio di denaro e il finanziamento del terrorismo. Questo ci consentirà di valutare l'efficacia delle politiche esistenti, identificare il contesto normativo in cui si inserirà il nuovo Regolamento MiCA e soprattutto chiarire le lacune che dovranno essere colmate con successivi interventi regolamentari del legislatore interno o comunitario. Successivamente, l'analisi verterà sugli interventi definibili come *advises* o raccomandazioni emanate dalle diverse autorità di vigilanza. Il che sarà estremamente utile al fine di comprendere la *ratio* delle scelte adottate dal Legislatore comunitario nella predisposizione delle regole contenute in tale nuovo Regolamento.

## 2. L'ATTIVITA' REGOLAMENTARE DEL LEGISLATORE INTERNO E COMUNITARIO E DELLE AUTORITA' DI VIGILANZA

Per quanto riguarda la disciplina delle cripto-attività da parte del legislatore europeo ed italiano, è possibile individuare un doppio approccio. Il legislatore europeo, infatti, soprattutto con il lavoro confluito nella V Direttiva Antiriciclaggio del 2018, è stato sin da subito attento a identificare una disciplina per le cripto-attività con l'obiettivo di garantire una corretta lotta al riciclaggio di denaro e al finanziamento del terrorismo. D'altra parte, invece, in tema di qualificazione giuridica, di tutela della posizione degli investitori/consumatori e di tutti gli altri interessi evidenziati dai report delle ESAs, il legislatore, sia italiano che comunitario, ha adottato un approccio per così dire più attendista, in base al quale è sempre stato parzialmente restio nel dettare immediatamente un assetto regolamentare. In virtù di ciò, la tutela degli investitori è stata lasciata prevalentemente agli *advices* emessi dalle ESAs e dal punto di vista interno dalle raccomandazioni emesse da Consob e Banca d'Italia.

Nonostante l'obiettivo qui sia quello di analizzare la disciplina delle cripto-attività in relazione alla tutela prevista per gli investitori/consumatori ed in generale in un'ottica più prettamente focalizzata sulla disciplina finanziaria, l'analisi degli interventi adottati dal legislatore europeo e interno in tema di lotta al riciclaggio di denaro è sicuramente importante per due ragioni fondamentali: da una parte sono le prime disposizioni con cui l'Unione Europea e l'Italia si sono approcciate a questo nuovo fenomeno cercando altresì di dare una definizione di cripto-attività e d'altra parte è utile per capire, soprattutto in chiave comparatistica, le differenze che sussistono rispetto agli approcci adottati dagli altri legislatori nazionali, il che ha una rilevanza fondamentale considerando il carattere così innovativo e nuovo di tali fattispecie rispetto a quelle regolamentate in passato.

I motivi che hanno spinto il legislatore italiano e comunitario ad interessarsi della disciplina delle criptovalute e dei prestatori di servizi in relazione alla questione del riciclaggio di denaro e del finanziamento al terrorismo si possono riscontrare nella peculiarità che contraddistinguono le criptovalute stesse e le relative transazioni e in particolare a tal proposito rileva l'assenza di intermediari finanziari e la natura anonima dei soggetti che pongono in essere le transazioni<sup>96</sup>.

Uno degli esempi più lampanti del rischio di utilizzo delle criptovalute ai fini del riciclaggio di denaro è rappresentato sicuramente dal fatto che ordinariamente le operazioni di

---

<sup>96</sup> M. CARBONE, *Limitazione all'uso del contante, La criptovaluta*, in *Le nuove regole Antiriciclaggio*, a cura di M. CARBONE, P. BIANCHI, V. VALLEFUOCO, 2020, p. 916

compravendita aventi ad oggetto criptovalute vengono concluse mediante transazioni *peer-to-peer* che, come già visto nel capitolo precedente, si caratterizzano per essere svolte direttamente tra le controparti senza l'intervento di un organismo terzo che si interpone nello scambio. In virtù di tale assenza, quindi, appare evidente la facilità con cui, considerando l'anonimato delle parti che pongono in essere le transazioni, è possibile utilizzare le criptovalute per fini di riciclaggio di denaro.

Un secondo esempio che evidenzia il forte rischio di utilizzo delle criptovalute per fini di riciclaggio è quello relativo ai trasferimenti internazionali. Attraverso la conversione di moneta tradizionale in *bitcoin*, infatti, considerando sempre l'anonimato con cui è possibile convertire la moneta legale in criptovalute, le organizzazioni criminali hanno trovato un sistema molto efficace e veloce per rimpatriare e trasferire capitali all'estero<sup>97</sup>.

Il legislatore italiano è andato per la prima volta a fissare una forma di regolamentazione in materia di valute virtuali nel 2017 con il d. lgs. n. 90, addirittura prima dell'entrata in vigore della V Direttiva antiriciclaggio n. 843/2018/UE.

Grazie a tale intervento normativo, la valuta virtuale viene definita, ai sensi del modificato art. 1 comma 2 lett. *qq* d. lgs. n. 231/2007, come *“la rappresentazione digitale di valore, non emessa da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente”*. Nel medesimo articolo, poi, sono stati individuati e definiti i veri e propri destinatari delle disposizioni volte a contrastare l'attività di riciclaggio, ossia i prestatori di servizi aventi ad oggetto criptovalute definiti dall'art. 1 comma 2 lett. *ff* d. lgs. n. 231/2007 come *“ogni persona fisica o giuridica che fornisce a terzi, a titolo professionale, servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale”*.

Le principali disposizioni introdotte dal decreto del 2017 sono mirate ad annoverare i prestatori di servizi (nel 2017 la disposizione era limitata a quei prestatori che svolgevano la sola attività di conversione di valute virtuali da o verso valute aventi corso forzoso) nella categoria degli “Altri operatori finanziari”<sup>98</sup>, al fine della loro sottoposizione agli obblighi antiriciclaggio.

---

<sup>97</sup> M. CARBONE, *Le nuove regole antiriciclaggio*, a cura di P. Bianchi, V. Vallefucio, M. Carbone, Wolters Kluwer, Milano, 2020, p. 907

<sup>98</sup> Ai sensi dell'art 3 comma 3 d. lgs. n. 231/2007, rientrano nella categoria di “Altri operatori finanziari”: (i) le società fiduciarie diverse da quelle iscritte nell'albo previsto dall'art. 106 TUB; (ii) i mediatori creditizi

Dal punto di vista degli adempimenti in senso stretto, è stato posto a carico degli *exchangers* in primis l'obbligo di identificazione e di compimento di un'adeguata verifica del cliente titolare effettivo; l'obbligo di svolgere un controllo costante nel corso di tutta la durata del rapporto; l'obbligo di conservazione dei dati relativi al cliente e alle operazioni da esso poste in essere; quello di segnalazione al MEF di tutti i trasferimenti di denaro contante effettuati per importi superiori a 3.000 euro; di astenersi dall'effettuare l'operazione in presenza di impossibilità di effettuare un'adeguata verifica del cliente o del titolare effettivo e l'obbligo generale di segnalazione, prima del compimento dell'operazione, all'Unità di Informazione Finanziaria (UIF) presso la Banca d'Italia nelle ipotesi in cui siano a conoscenza o comunque vi sia il sospetto che siano in corso o siano state compiute operazioni di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo<sup>99</sup>.

Oltre agli emendamenti apportati al d. lgs. n. 231/2007, il d. lgs. n. 90/2017 ha altresì modificato il d. Lgs. n. 141/2010 recante disposizioni in tema di servizi di pagamento. La modifica ha comportato la riconduzione dei prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valute virtuali (genericamente intesi) alla disciplina dettata per i cambiavalute<sup>100</sup>. In forza dei nuovi commi 8-bis e 8-ter dell'art 17-bis, nonché del comma 5-bis art 30-ter, tali *providers* sono tenuti ad iscriversi in una sezione speciale del registro tenuto dall'Organismo ex art 128-*undecies* del TUB<sup>101</sup> e sono altresì tenuti a comunicare al MEF l'inizio dell'operatività sul territorio nazionale ed aderire al sistema pubblico antifrode sulle carte presso il MEF<sup>102</sup>.

Dal punto di vista del legislatore comunitario il recepimento delle istanze che hanno richiesto un intervento in tema di prevenzione sui temi del rischio di riciclaggio e di finanziamento al terrorismo è avvenuto con l'emanazione della V Direttiva Antiriciclaggio del 30 maggio 2018 n. 843, il cui Considerando 8 precisa che “(...) è di fondamentale importanza ampliare l'ambito di applicazione della direttiva (UE) 2015/849 in modo da includere i prestatori di servizi la cui attività consiste nella fornitura di servizi di cambio tra valute virtuali e valute legali e i prestatori di servizi di portafoglio digitale. Ai fini dell'antiriciclaggio e del contrasto del finanziamento del terrorismo (AML/CFT), le autorità competenti dovrebbero

---

iscritti nell'elenco previsto dal'art 128-*sexies* TUB e (iii) i soggetti che esercitano professionalmente attività di cambio valuta, consistente nella negoziazione a pronti di mezzi di pagamento in valuta

<sup>99</sup> S. GALMARINI, *Antiriciclaggio*, a cura di S. Galmarini, Wolters Kluwer, Milano, 2019, p. 756

<sup>100</sup> Ai sensi del comma 1 art 17-bis d. lgs. N. 141/2010, l'attività di cambiavalute viene definita come quella consistente nella negoziazione a pronti di mezzi di pagamento in valuta

<sup>101</sup> Il comma 1 art 128-*undecies* stabilisce che “È istituito un Organismo, avente personalità giuridica di diritto privato, con autonomia organizzativa, statutaria e finanziaria competente per la gestione degli elenchi degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi. L'Organismo è dotato dei poteri sanzionatori necessari per lo svolgimento di tali compiti.”

<sup>102</sup> S. GALMARINI, *Op. Cit.*, p. 759

*essere in grado di monitorare, attraverso i soggetti obbligati, l'uso delle valute virtuali. Tale monitoraggio consentirebbe un approccio equilibrato e proporzionale, salvaguardando i progressi tecnici e l'elevato livello di trasparenza raggiunto in materia di finanziamenti alternativi e imprenditorialità sociale”.*

Tale provvedimento europeo, in realtà, non ha aggiunto molto al contesto nazionale in termini di adempimenti e obblighi in capo ai *providers* di servizi, ciò che ha fatto è semplicemente quello di ampliare la nozione di valuta virtuale<sup>103</sup>, includendo oltre alla finalità di scambio anche quella di finanziamento<sup>104</sup> e di uniformare la disciplina applicabile ai *providers* in tutto il territorio dell'Unione, ampliandone altresì il novero, il che è di fondamentale importanza considerando il carattere fortemente transnazionale del fenomeno. Di fondamentale importanza, in tal senso, è il disposto dell'art 2 par. 1 punto 3) lett. g) e h), in base al quale sono tenuti al rispetto degli obblighi previsti dalla direttiva i “*prestatori di servizi la cui attività consiste nella fornitura di servizi di cambio tra valute virtuali e valute aventi corso forzoso*” (*exchangers*) e i “*prestatori di servizi di portafoglio digitale*” (*wallet providers*), definiti dall'art. 3 come quei soggetti che forniscono servizi di salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto dei propri clienti, al fine di detenere, memorizzare e trasferire valute virtuali<sup>105</sup>.

A livello interno l'interesse per le criptovalute non è stato rivolto esclusivamente al finanziamento del terrorismo e al riciclaggio di denaro ma è stato altresì rivolto ai profili tributari rilevanti in relazione alla detenzione e allo scambio di criptovalute.

In particolare, con la risoluzione n. 72/E del settembre 2016, l'Agenzia delle entrate ha stabilito, sulla scia dei principi sanciti dalla Corte di giustizia nella sentenza C-264/14, che le operazioni concernenti lo scambio di valuta tradizionale con valuta virtuale (e viceversa) rientrano tra le operazioni di cui all'art 135, par. 1, lett. e) Direttiva n. 2006/112/CE, ossia le operazioni relative a divise, banconote e monete con valore liberatorio. In ragione di ciò, l'attività di intermediazione avente ad oggetto valute tradizionali e valute virtuali come

---

<sup>103</sup> Il nuovo articolo 1 comma 2 let. qq) d. lgs. N. 231/2007 modificato dal d. lgs. 125/2019, definisce le valute virtuali come “*valuta virtuale: la rappresentazione digitale di valore, non emessa ne' garantita da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi o per finalità di investimento e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente.*”.

<sup>104</sup> R. M. VADALA', *Criptovalute e cyberlaundering: novità antiriciclaggio nell'attesa del recepimento della Direttiva (UE) 2018/1673 sulla lotta al riciclaggio mediante il diritto penale*, 2020, <https://www.sistemapenale.it/it/scheda/criptovalute-cyberlaundering-125-2019>

<sup>105</sup> M. CARBONE, *Op. Cit.*, p. 910

bitcoin, svolta in maniera abituale e professionale, costituisce un'attività produttiva di reddito d'impresa rilevante ai fini IRES e IRAP.

Per quanto concerne, invece, i soggetti che detengono criptovalute al di fuori dell'attività d'impresa, l'Agenzia delle Entrate ha precisato che la loro detenzione deve essere equiparata a quella avente ad oggetto valute aventi corso legale. In virtù di ciò, e grazie al chiarimento rilasciato in risposta all'interpello n. 956-39/2018 da parte della Direzione regionale della Lombardia, le operazioni di conversione di valuta virtuale, se detenute al di fuori del regime d'impresa, generano un reddito diverso tassabile ai sensi dell'art. 67 comma 1 lett. c-ter) e comma 1-ter TUIR<sup>106</sup>.

Dal punto di vista tributario, infine, va segnalato il cambio di posizione assunto da parte del Legislatore interno adottato con la Legge di Bilancio 2023<sup>107</sup>, con cui è andato a modificare la disciplina applicabile alle rendite derivanti dall'acquisto e lo scambio di criptovalute. L'obiettivo del Legislatore in tal senso era quello di superare i profili d'incertezza in tema di plusvalenze realizzate mediante il rimborso, la vendita o la detenzione di criptovalute e proprio in base all'art. 1 comma 126, viene introdotto all'interno dell'art 67 comma 1 TUIR (relativo ai redditi diversi) una nuova lettera *c-sexies*) specificamente riferita alle plusvalenze conseguite grazie a transazioni aventi ad oggetto criptovalute, in base alla quale è precisato che sono considerate come redditi diversi *“le plusvalenze e gli altri proventi realizzati mediante rimborso o cessione a titolo oneroso, permuta o detenzione di cripto-attività, comunque denominate, non inferiori complessivamente a 2.000 euro nel periodo d'imposta. (...) Non costituisce una fattispecie fiscalmente rilevante la permuta tra cripto-attività aventi eguali caratteristiche e funzioni”*.

In sostanza, quindi, dal punto di vista tributario con la Legge di Bilancio 2023 si è assistito ad un intervento del Legislatore volto a conferire alle plusvalenze derivanti dalla compravendita, lo scambio o la conversione di cripto-attività uno specifico collocamento all'interno dell'articolo 67 TUIR relativo ai redditi diversi, eliminando così tutti i profili di incertezza ai fini dell'applicazione delle imposte sui redditi.

Per concludere l'analisi degli interventi promossi dal legislatore interno e comunitario in relazione alle criptovalute, va detto che, nonostante i tempestivi interventi e i costanti aggiornamenti della disciplina apportati in virtù della sempre repentina evoluzione del fenomeno, essi sono, come visto, circoscritti ai soli aspetti strettamente connessi alla lotta al

---

<sup>106</sup> *Ibid.* p. 911

<sup>107</sup> Legge del 29 dicembre 2022 n. 197

riciclaggio di denaro e al finanziamento del terrorismo con la conseguenza che molte questioni rilevanti non sono state del tutto toccate oppure lo sono state ma esclusivamente mediante raccomandazioni emanate dalle Autorità di vigilanza, e questo non ha fatto altro che aumentare i profili di incertezza e carenza di tutela per i vari attori coinvolti nel mercato, come per esempio i consumatori/investitori, i quali, fino all'entrata in vigore del Regolamento MiCA, non possono contare in nessun tipo di disciplina applicabile e attività di vigilanza nei confronti di emittenti e *providers* di servizi.

### **2.1. Il contributo a livello interno e comunitario delle Autorità di vigilanza**

Andando ora ad analizzare il secondo approccio, definito prima come parzialmente “attendista”, con cui a livello comunitario ed interno si è andati a trattare l'innovativo mercato delle cripto-attività e dei servizi aventi ad oggetto le stesse, un ruolo fondamentale è stato ricoperto dalle Autorità di vigilanza e in particolare a livello interno da Consob e Banca d'Italia e a livello comunitario dalle ESAs<sup>108</sup>.

In generale i contributi delle Autorità di vigilanza sono a loro volta raggruppabili in due categorie a seconda della finalità perseguita. La prima categoria comprende tutti quei lavori e pubblicazioni volti a mettere in guardia i consumatori/investitori circa i rischi derivanti dall'utilizzo e l'acquisto di cripto-attività in virtù dell'alta volatilità dei prezzi che contraddistinguono molte di esse (ad esempio *bitcoin*) e soprattutto in virtù dell'assenza di un'adeguata disciplina idonea a garantire i corretti presidi per gli investitori contro possibili frodi o truffe promosse da emittenti o prestatori di servizi.

Una delle prime autorità che si è interessata ai possibili risvolti negativi per gli investitori derivanti dall'utilizzo di cripto-attività è stata la Banca d'Italia che nel 2015 ha pubblicato una raccomandazione nella quale, oltre ad evidenziare le principali caratteristiche delle valute virtuali, sottolinea come la maggior parte di esse ha smesso di operare poco dopo essere state lanciate, comportando importanti perdite per coloro che le avevano acquistate. Oltre a ciò vengono sottolineati i principali rischi derivanti dall'utilizzazione di tali asset consistenti in particolare, nella tendenziale carenza di informazioni circa le caratteristiche e i diritti conferiti dalle stesse<sup>109</sup>, nell'assenza di tutele legali e contrattuali dovuta dal fatto che

---

<sup>108</sup> A. CAPOGNA, L. PERAINO, S. PERUGI, M. CECILI, G. ZBOROWSKI, A. RUFFO, *Bitcoin: profili giuridici e comparatistici. Analisi e sviluppi futuri di un fenomeno in evoluzione*, Diritto Mercato Tecnologia, 2015, p. 35

<sup>109</sup> in assenza di un regime regolamentare per gli emittenti, essi sono completamente esenti dall'applicazione delle regole previste, per esempio, in tema di adempimenti informativi per l'offerta al pubblico di prodotti o strumenti finanziari

le transazioni in valuta virtuale a causa dell'utilizzo di tecnologie DLT sono tecnicamente pressoché irreversibili e spesso non sono supportate né da un contratto e né da procedure di reclamo, nell'assenza di forme di controllo e di vigilanza da parte di autorità pubbliche, nell'accettazione solo su base volontaria, dovuta al fatto che non si tratta di monete aventi corso legale e quindi non vi è un generale obbligo di accettazione per la conclusione di una transazione ed infine, nell'alta volatilità che comporta un elevato rischio di perdere la somma investita nel giro di poco tempo<sup>110</sup>.

Dal punto di vista comunitario, nella stessa direzione va il documento pubblicato nel dicembre 2013 da parte dell'European Banking Authority (EBA) con cui si mettono in guardia i consumatori circa gli eventuali rischi derivanti dall'utilizzo di valute virtuali. In particolare, si evidenzia la possibilità di perdita del proprio denaro dal portafoglio elettronico a causa di un furto ad opera di attacchi hacker e a causa dell'eventuale perdita della chiave privata con cui si ha diretto accesso al portafoglio<sup>111</sup>.

Viene evidenziata poi, con riferimento all'utilizzo delle valute virtuali come mezzo di pagamento, l'assenza di tutela in caso di addebiti non autorizzati o errati, che comportano l'irreversibile uscita dal portafoglio della somma detenuta. Infine, gli investitori vengono messi in guardia, al pari della comunicazione del 2015 della Banca d'Italia, circa l'eventuale rapida perdita di valore della criptovaluta detenuta a causa di un eventuale brusco aumento della volatilità<sup>112</sup>.

Per quanto riguarda la seconda categoria, invece, essa comprende tutti quei lavori con cui le Autorità di vigilanza, in particolare l'ESMA e la Consob, proprio in virtù di tale assenza di disciplina, hanno cercato di qualificare dal punto di vista giuridico le cripto-attività, di modo da ricondurle ad un istituto esistente e conseguentemente di applicare loro la disciplina prevista per tali istituti.

In virtù della costante evoluzione che ha vissuto tale mercato nel corso del tempo, è stata presto abbandonata, come visto nel primo capitolo, l'idea di ricondurre le cripto-attività alla categoria moneta e moneta elettronica<sup>113</sup>. Contestualmente a ciò, però, le autorità di vigilanza europee, in particolare l'ESMA, hanno cercato di vagliare l'ipotesi di riconducibilità di tali asset alla categoria di strumenti finanziari come definiti dall'Allegato I Sezione C della MiFID II. In base alla posizione assunta dall'ESMA, in virtù proprio delle importanti

---

<sup>110</sup> Banca d'Italia, *Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette "valute virtuali"*, 2015, p. 2 e 3

<sup>111</sup> EBA, *Avvertenze per i consumatori sulle monete virtuali*, 2013, p. 2

<sup>112</sup> *Ibid.* p. 3

<sup>113</sup> EBA, *Report with advice for the European Commission on crypto-asset*, 2019

differenze tra i vari cripto-asset nati nel corso del tempo, risulta impossibile arrivare ad una soluzione di qualificazione giuridica univoca per tutti i cripto-asset. A tale conclusione la stessa autorità è giunta con il lavoro svolto nel 2018 mediante il coinvolgimento delle Autorità nazionali competenti degli Stati membri e volto a richiedere un parere a tali autorità circa la qualificazione, alla stregua degli istituti giuridici esistenti, di alcuni esempi di cripto-attività che talvolta presentavano elementi caratterizzati degli strumenti finanziari, della moneta elettronica e della categoria di *utility tokens* (per i quali era già pacifica la difficile riconducibilità a categorie già esistenti). Il risultato di tale sondaggio, confluito nel documento pubblicato nel gennaio 2019, ha fatto emergere, come detto, in primis l'impossibilità di ricondurre tutte le cripto-attività ad una singola categoria di istituto giuridico e in secondo luogo una tendenziale difficoltà e oggettiva divergenza di opinioni nel qualificare la particolare categoria di cripto-attività definite ibride. Questo per due ragioni fondamentali:

- non è facile chiarire la qualificazione giuridica di un *token* ibrido dato che non vi è un'univoca opinione circa quali devono considerarsi gli elementi tipici di una categoria di istituto giuridico che prevalgono nel caso concreto. In altre parole, la qualificazione è incerta quando un *token* presenta, per esempio, caratteristiche tipiche di uno strumento finanziario e allo stesso tempo caratteristiche tipiche degli *utility token*, in questi casi non è chiaro se il *token* deve essere ricondotto alla categoria di strumenti finanziari oppure alla categoria di *utility token*;
- le divergenti opinioni sono dovute a causa di una non tendenziale univocità nelle modalità con cui gli Stati membri hanno recepito la Direttiva MiFID II e la nozione di strumento finanziario<sup>114</sup>, il che comporta che per alcune autorità competenti un *token* può essere ricondotto alla categoria di strumenti finanziari e per altre, invece, in virtù di un recepimento più restrittivo della medesima nozione, lo stesso *token* non può essere considerato come tale (rientrante in tale categoria)<sup>115</sup>.

---

<sup>114</sup> ESMA, Annex 1. Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs, 2019, p. 11

<sup>115</sup> Costituisce un esempio di tale divergenza la modalità con cui Italia e Germania hanno recepito la Direttiva n. 65/2014/UE con particolare riferimento alla nozione di strumento finanziario. Il legislatore italiano, infatti, ha recepito in maniera restrittiva e “chiusa” la nozione di strumento finanziario, andando, al pari di quanto fatto dalla MiFID II, a identificare tramite un elenco contenuto nell’Allegato I Sezione C TUF in maniera tassativa gli asset che costituiscono uno strumento finanziario. Ai sensi di tale allegato, infatti, costituiscono strumenti finanziari: i valori mobiliari; gli strumenti del mercato monetario; le quote di un organismo di un investimento collettivo del risparmio; gli strumenti finanziari derivati di cui ai punti da 4 a 10 e le quote di emissioni. In virtù di ciò il legislatore italiano, riconoscendo la necessità di sottoporre ad una precisa disciplina tutte le “situazioni di investimento”, ha tipizzato la categoria aperta dei prodotti finanziari, a cui vengono ricondotte appunto tutte quelle forme di situazioni di investimento che presentano una natura finanziaria. A tal proposito il TUF definisce i prodotti finanziari all’art 1 comma 1 let. u) come “*gli strumenti finanziari e ogni altra forma*

In ogni caso, al di là delle divergenze emerse in relazione alla qualificazione dei *token* ibridi, il lavoro svolto dall'ESMA in collaborazione con le Autorità nazionali competenti ha il pregio in primo luogo di riconoscere l'effettiva riconducibilità di alcuni *token* alla categoria di strumenti finanziari, a quella di moneta elettronica o di altre categorie di istituti giuridici esistenti e in secondo luogo di introdurre il dibattito circa quali debbano essere considerati gli elementi rilevanti al fine di qualificare un *token* come strumento finanziario. Con riferimento a tale profilo, infatti, dall'*Advice* dell'ESMA emerge che la maggior parte delle Autorità interpellate riconosce come sufficiente la contemporanea presenza degli elementi della negoziabilità e dell'esistenza di diritti di profitto collegati. In realtà però, nonostante l'individuazione dei possibili tratti distintivi della negoziabilità e della sussistenza di diritti di profitto collegati, il problema relativo alle differenze sussistenti in merito alle modalità con cui gli Stati membri hanno recepito la nozione di strumento finanziario contenuta nell'art 4 par. 1 punto 15) e Allegato I Sezione C MiFID II rimane del tutto rilevante. Tale problema è di fatto riconosciuto dalla stessa ESMA e ha una rilevanza fondamentale in particolare in merito all'ambito di applicazione del Regolamento MiCA nel momento in cui entrerà in vigore, dato che non sarà univoco, in base alle disposizioni interne degli Stati membri, quando un'offerta al pubblico di cripto-attività e quando i servizi ad esse connessi dovranno sottostare alle regole definite in materia finanziaria perché il *token* è qualificabile come strumento finanziario e quando, invece, non qualificandosi come tale, dovrà sottostare alle regole previste dal Regolamento MiCA. Costituiscono degli esempi di tale problematicità, sempre con riferimento al già citato lavoro svolto dall'ESMA nel 2019, le risposte date dalle Autorità nazionali interpellate in relazione al terzo tipo<sup>116</sup> di *token* per cui era richiesta un'opinione circa la qualificazione giuridica. In base ai risultati forniti dall'ESMA, infatti, emerge che circa la metà delle Autorità nazionali hanno qualificato il *token* come strumento

---

*di investimento di natura finanziaria; non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari".* In Germania, invece, tale dicotomia non è presente. In base a quanto stabilito dal Security Trading Act, infatti, il legislatore tedesco è andato a tipizzare la categoria degli strumenti finanziari in un modo parzialmente più ampio rispetto a quanto fatto dal legislatore italiano, senza però andare ad istituire la categoria aperta dei prodotti finanziari.

<sup>116</sup> Descrizione del terzo esempio di *token* contenuta all'interno del documento pubblicato dall'ESMA: Crypterium (CRPT) una cripto-attività che mira a creare una "cripto-banca" con servizi integrati verticalmente. Sostiene di essere più veloce e meno costosa delle soluzioni bancarie esistenti e sottolinea le sue opportunità di scalabilità internazionale. La vendita di cripto-asset si è conclusa a gennaio e ha raccolto 51 milioni di dollari da 68.125 acquirenti di cripto-asset. I cripto-asset possono essere utilizzati per pagare le commissioni di transazione quando si utilizzano i servizi della cripto-banca. Inoltre, garantiscono il diritto di ricevere una quota mensile dei ricavi derivanti dalle transazioni. Inoltre, in futuro potrebbero essere disponibili per i titolari di cripto-asset servizi non ancora noti a un prezzo più basso o gratuitamente. Ai detentori di cripto-asset viene anche concesso un "trattamento prioritario" (sebbene il White Paper non specifichi cosa comporti tale trattamento prioritario).

finanziario, mentre l'altra metà o si è astenuta dal rispondere, oppure non ha riconosciuto la qualifica di strumento finanziario allo stesso asset e la motivazione di tale divergenza fornita dall'ESMA verte proprio su queste oggettive differenze nelle modalità con cui è stata recepita la Direttiva MiFID II all'interno degli ordinamenti degli Stati membri.

### **3. IL CONTRIBUTO DELLA CONSOB. CON IL DOCUMENTO DI DISCUSSIONE**

Come detto in precedenza, anche la Consob ha fornito un importante contributo in tema di qualificazione giuridica delle cripto-attività e in tema di quale deve essere la disciplina applicabile alle stesse, ai prestatori di servizi e alle offerte al pubblico aventi ad oggetto tali asset.

Il contributo di maggior rilievo in tal senso è quello confluito nel Documento di discussione pubblicato nel marzo 2019<sup>117</sup>, a cui è poi seguito un Rapporto finale pubblicato nel 2020<sup>118</sup> in cui sono state raccolte le principali reazioni e risposte pervenute dai rispondenti in merito alle proposte presentate nel Documento di discussione.

La portata innovativa di tale contributo può essere riscontrata in relazione a più punti. In primis viene affrontata per la prima volta a livello interno l'annosa questione relativa alla qualificazione delle cripto-attività e in relazione a questo, rispetto al passato, si riconosce l'impossibilità, in virtù della sempre più crescente varietà del fenomeno, di ricondurre tutte le cripto-attività a categorie giuridiche esistenti secondo l'approccio del c.d. *bottom-up* che appunto cerca di ricondurre ogni fattispecie ad una categoria di istituto giuridico esistente e alla relativa disciplina. In via preliminare, infatti, va evidenziato il fatto che uno degli obiettivi prefissati da tale documento è proprio l'individuazione di una *Sand box* di regole applicabili a tutte queste fattispecie, difficilmente inquadrabili in altre categorie di istituti giuridici esistenti. Ed è qui che è possibile rinvenire le somiglianze di questa proposta con quella contenuta nel Regolamento MiCA da poco pubblicato in Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea. Entrambi i progetti, infatti, specificano che l'ambito di applicazione delle regole in esso contenute non è quello della generalità delle cripto-attività, ma solamente della categoria di cripto-attività non riconducibile a qualsiasi altra categoria o istituto giuridico esistente.

In relazione all'individuazione di tale categoria di *token* è poi riscontrabile un altro elemento estremamente innovativo per quello che era all'epoca il dibattito nel tema, ed è quello relativo proprio alla identificazione degli elementi caratterizzanti delle cripto-attività che

---

<sup>117</sup> CONSOB, Documento per la discussione. Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività, 2019

<sup>118</sup> CONSOB, Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività. Rapporto finale 2020

determinano proprio l'assoggettamento a tale *sand box* di regole; la Consob, infatti, non si ferma al riconoscimento dell'esistenza di tale categoria di *token*, ma si spinge anche alla proposizione di quelle caratteristiche che, se presenti nel *token* oggetto d'analisi, determinano l'automatica sottoposizione dello stesso alle regole sancite dalla *sand box* proposta.

Infine, va segnalato altresì che, come analizzato in precedenza, una presa di posizione da parte del Legislatore italiano e delle varie Autorità di vigilanza in tema di determinazione delle regole applicabili alle ICOs e ai *providers* di servizi aventi ad oggetto cripto-attività non c'era mai stata, e per la prima volta la Consob ha cercato di identificare tali regole, di modo da garantire da una parte una corretta tutela degli investitori, che in precedenza era garantita da sole raccomandazioni emanate da Banca d'Italia e dalla stessa Consob e dall'altra garantire certezza nelle regole applicabili per i vari operatori di tale mercato.

Ritornando alla questione relativa alla qualificazione giuridica, la sua rilevanza è dovuta a parecchi aspetti concernenti sia la posizione degli investitori, sia la posizione degli emittenti. Per quanto riguarda la posizione degli investitori, la identificazione di una categoria ad *hoc* relativa appunto a tutte quelle cripto-attività che non rientrano in categorie di istituti giuridici esistenti, ha il pregio di garantire la possibilità a tali fattispecie di avere una compiuta disciplina, eliminando così quella pericolosa situazione in cui non a tutte le cripto-attività è garantito un adeguato assetto di regole volto a tutelare la posizione degli investitori. Per quanto riguarda, invece, la posizione degli emittenti, l'identificazione di una categoria ad *hoc* (definibile come residuale) e una relativa disciplina in primis garantiscono loro chiarezza circa le regole che devono essere applicate nella predisposizione dell'offerta al pubblico e in secondo luogo tende a ridurre sensibilmente quelle forme di comportamenti elusivi che tali operatori potenzialmente possono porre in essere, consistenti nell'attività di ingegnerizzazione di quei *token* che si differenziano dagli strumenti finanziari ma che, al tempo stesso, potrebbero presentare elementi eventualmente idonei ad integrare la nozione domestica di prodotto finanziario<sup>119</sup>.

Prima della concreta analisi del contenuto del Documento di discussione, va segnalato preliminarmente che allo stesso non ha seguito un intervento del legislatore volto a tipizzare le proposte in ivi contenute. L'interruzione di tale processo può essere motivata da due fattori principali. Innanzitutto, il documento, pur con la sua portata innovativa, ha sollevato non

---

<sup>119</sup> FINMA, *Comunicato stampa. La FINMA pubblica una guida pratica sulle ICO*, 2018, p. 4

pochi profili di incertezza, soprattutto in relazione ai profili qualificatori e in secondo luogo, poco dopo la pubblicazione da parte della stessa autorità del Report finale, la Commissione europea ha presentato la proposta di Regolamento MiCA, volto proprio, come detto, alla definizione di regole per *tokens*, *providers* ed emittenti che prima erano completamente esenti da qualsiasi forma di regolamentazione.

### 3.1. Aspetti definatori

Partendo con l'analisi degli aspetti definatori introdotti dalla Consob con il Documento di discussione, appare doveroso evidenziare preliminarmente il positivo accoglimento della maggior parte dei rispondenti della volontà di inquadrare, ai fini di una conseguente codificazione, una categoria ad *hoc* a cui ricondurre quelle cripto-attività e le rispettive offerte al pubblico, che, in base all'ampiamente utilizzato approccio del c.d. *bottom up* difficilmente erano riconducibili ad altre categorie di istituti giuridici esistenti<sup>120</sup>. La positività di tale scelta risiede in primis nel fatto che in questo modo si può conseguire l'importante risultato di rendere superflua la valutazione circa la sussistenza delle caratteristiche del prodotto finanziario<sup>121</sup>, soprattutto poi se si considera che, talvolta, utilizzando l'approccio *bottom up*, si può arrivare a conclusioni diametralmente opposte in relazione alla qualificazione rispetto a due *token* che presentano caratteristiche molto simili<sup>122</sup>.

Infine, poi, il pregio della posizione assunta dalla Consob è riscontrabile anche dal fatto che è vero che si cerca di definire una disciplina volta a garantire il naturale sviluppo di tali tecnologie di modo da sfruttarne a pieno i benefici, nel rispetto del principio di neutralità tecnologica, ma l'obiettivo centrale suggerito dalla Consob e che dovrebbe poi essere perseguito dal legislatore interno e comunitario in ottica di eventuale codificazione di tale proposta è quello di garantire una disciplina idonea a tutelare adeguatamente gli investitori, specie se deboli, in ossequio del principio sancito dall'art 47 Cost. in tema di tutela del risparmio<sup>123</sup>.

---

<sup>120</sup> F. ZATTI, *Osservazioni al paragrafo 2. Aspetti definatori del Documento per la Discussione su "Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività"*, 2019, p. 2

<sup>121</sup> AA. VV. *Osservazioni al documento per la discussione del 19 marzo 2019 intitolato "Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività"*, Clifford Chance LLP, 2019, p. 2

<sup>122</sup> F. ANNUNZIATA, A. CONSO, *Osservazioni in merito al Documento di Discussione: "Le offerte iniziali di cripto-attività"*, 2019, p. 5

<sup>123</sup> R. BATTAGINI, S. A. CERRATO, D. DAVICO, R. M. MORONE *Consultazione pubblica inerente "Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività"*, 2019, p. 2

Per quanto concerne la proposta definitoria vera e propria, la Consob definisce le cripto-attività che non rientrano nel concetto di strumento finanziario o prodotto d'investimento (PRIIP, PRIP e IBIP) dando evidenza alla loro natura di registrazioni digitali create, conservate e trasferite mediante tecnologie basate su registri distribuiti, rappresentative di diritti connessi ad investimenti in progetti imprenditoriali. Quindi, fermo restando l'elemento dell'investimento (in comune con i prodotti finanziari), i tratti distintivi di tali cripto-attività consistono:

- nell'impiego di tecnologie innovative tipo *blockchain*;
- nel fatto di essere emesse con il preciso scopo di finanziare progetti imprenditoriali;
- nella destinazione alla successiva negoziazione del *token*, la cui trasferibilità deve essere strettamente connessa con la tecnologia impiegabile

In relazione a tali elementi caratterizzanti è necessario partire mettendone in luce le peculiarità. Un primo elemento positivo della definizione prospettata dalla Consob riguarda l'ampiezza con cui viene proposto l'elemento della funzione di finanziamento di progetti imprenditoriali, il quale, in virtù proprio di tale caratteristica, consente di catturare agevolmente in ogni momento le cripto-attività rilevanti ben al di là delle loro caratteristiche d'origine, tenendo, quindi, adeguatamente conto della ben possibile mutevolezza genetica che possono presentare tali asset<sup>124</sup>.

Un secondo elemento positivo di tale definizione consiste nel fatto che, grazie alla sua più o meno spinta generalità, riesce ad esercitare correttamente il meccanismo di attrazione per quelle forme di *token* c.d. ibride, le quali, in virtù dei potenziali rischi in cui possono incorrere gli investitori, dovrebbero essere appunto attratte nella *Sand box* di modo da garantire una forma di regolamentazione volta a tutelare tali operatori ed evitare che le stesse rimangano completamente esenti da qualsiasi forma di disciplina<sup>125</sup>.

Oltre a ciò, va anche considerata in maniera positiva la volontà da parte della Consob di dare rilievo all'elemento della negoziazione. In questo modo, infatti, si riesce correttamente ad isolare quelle forme di cripto-attività che necessitano di una regolamentazione in virtù della possibilità o della certezza che le stesse vengano negoziate una volta emesse, le quali

---

<sup>124</sup> L. PROSPERETTI, N. B. PUPPLENI, C. PARISINI, C. C. ASSERETO, G. VERGALLO, *Osservazioni al documento di consultazione pubblicato dalla CONSOB in materia di offerte iniziali e scambi di cripto-attività*, 2019, p. 5

<sup>125</sup> R. LENER, *Osservazioni al documento per la discussione del 19 marzo 2019 riguardante "Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività"*, 2019, p. 3

oggettivamente possono rappresentare ed incorporare importanti rischi in capo agli investitori<sup>126</sup>.

A fronte di importanti elementi positivi, però, è necessario riconoscere l'esistenza di alcune criticità.

In primo luogo, un elemento di criticità consiste nel fatto che la definizione fornita dalla Consob mal si concilia con la tassonomia delineata e largamente accettata in dottrina e dalla maggior parte degli Stati. Nella definizione fornita, infatti, non si fa alcun riferimento ai concetti di *payment*, *security* e *utility token*.

Oltre a ciò, un altro elemento problematico consiste nell'espressa volontà dell'Autorità di escludere categoricamente dall'ambito di applicazione della *Sand box* i *pure-commodity tokens* (inquadabili come *utility tokens*), i quali, in caso di adozione della disciplina proposta, risulterebbero completamente esenti da qualsivoglia forma di disciplina, il che sarebbe effettivamente problematico se si considera l'importanza del fenomeno rispetto alle numerose ICO promosse. La problematicità di tale aspetto è riscontrabile altresì andando ad analizzare la posizione assunta dalla Commissione con il nuovo regolamento MiCA, il quale codifica espressamente la categoria degli *utility tokens* e, pur essendo ricompresi a livello di disciplina all'interno della categoria degli "*other types of crypto-assets*", vengono assoggettati ad uno specifico regime regolamentare.

Ulteriori elementi problematici, poi, possono essere riscontrati analizzando i singoli elementi che la Consob propone ai fini della identificazione dei *token* che rientrano nell'ambito di applicazione della *Sand box*. I profili di criticità in tal senso sono strettamente correlati agli elementi della destinazione alla negoziazione e dello scopo di finanziamento di progetti imprenditoriali. Con riferimento al primo aspetto la spinosità è connessa al fatto che in questo modo, piuttosto che dare rilevanza ai fini qualificatori ad elementi oggettivi strettamente connessi alle caratteristiche intrinseche del *token*, si fa riferimento ad un elemento che è connesso alla volontà soggettiva dei futuri sottoscrittori che quindi esula dalla posizione e dall'obiettivo perseguito dall'emittente in fase di lancio dell'ICO. Da considerare poi il fatto che dando rilevanza ad un elemento soggettivo concernente i sottoscrittori, non si garantisce il raggiungimento pieno di uno degli obiettivi perseguiti dalla Consob nell'identificazione dell'eventuale disciplina applicabile, ossia quello dell'eliminazione dell'incertezza in capo agli emittenti circa la disciplina che deve essere applicata alla loro ICO. Questo essenzialmente per il fatto che si subordina l'applicabilità

---

<sup>126</sup> CONSOB, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività. Rapporto finale*, 2020, p. 5

della disciplina sancita dalla *Sand box* ad un elemento che, come detto, non dipende dalla posizione del singolo emittente. Sempre per quanto concerne l'elemento della negoziazione, va poi precisato che, a differenza di ciò che avviene nelle IPO tradizionali, dove gli emittenti quotano i propri titoli direttamente su un sistema di scambio, nelle ICO ciò non avviene. Questo perché gli emittenti di ICO si limitano a metterli in circolazione tramite una piattaforma *issuance* chiusa, lasciando ai sottoscrittori la facoltà di decidere circa l'eventuale successiva vendita del *token* acquistato. Ed è con riferimento a tale aspetto che numerosi rispondenti hanno sottolineato la maggior idoneità dell'utilizzo dell'elemento dell'idoneità alla negoziazione piuttosto che l'effettiva futura negoziazione del *token* una volta emesso, subordinando quindi la sussistenza di tale elemento alla volontà dell'emittente piuttosto che a quella dei futuri sottoscrittori<sup>127</sup>.

Per quanto concerne, invece, l'elemento dello scopo del *token* al finanziamento di progetti imprenditoriali, gli elementi di incertezza vertono su due aspetti principali: in primis va considerato il fatto che lo scopo al finanziamento di progetti imprenditoriali più che essere una caratteristica del *token* oggetto di offerta, è una caratteristica e un fine tipico delle ICO stesse le quali, al pari delle IPO, potenzialmente possono essere lanciate con lo specifico obiettivo di raccogliere capitali al fine di sviluppare un progetto imprenditoriale<sup>128</sup>.

In secondo luogo, poi, considerando il fatto che, sulla base delle regole vigenti al momento della pubblicazione del documento, il *White paper* non deve includere particolari informazioni circa il progetto sottostante e le caratteristiche dell'emittente, a priori è difficile inquadrare l'eventuale sussistenza dell'elemento dell'investimento in un progetto imprenditoriale.

Infine, un importante elemento di criticità sussiste con riferimento alla volontà della Consob di escludere dall'ambito di applicazione della *Sand box* quei *token* che, in base alle loro caratteristiche si configurano come strumenti finanziari, ai quali dovrà essere applicata la disciplina dettata in tema di servizi finanziari. Tale volontà, infatti, letta in maniera combinata con il requisito della negoziabilità del *token* (elemento proprio degli strumenti finanziari), potenzialmente può comportare che un *token* rientri contemporaneamente sia nella categoria di strumenti finanziari e sia nella categoria di *token* identificata da tale documento.

---

<sup>127</sup> R. LENER, *Op. Cit.* p. 4

<sup>128</sup> P. CARRIERE, *Risposta di CBA alla "consultazione pubblica" avviata in data 19 marzo 2019 sul Documento per la Discussione (il "Documento") intitolato "Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività"*, 2019, p. 24

In altre parole, la definizione fornita dalla Consob non permette di distinguere con chiarezza i *token* che devono essere considerati strumenti finanziari e i *token* che invece dovrebbero rientrare nella definizione in esame. Per fare un esempio di tale problema, basta pensare alla categoria di strumenti finanziari rappresentata dalle azioni, le quali presentano, come i *token* inclusi in questa sandbox, sia l'elemento della negoziabilità sia l'elemento del finanziamento di progetti imprenditoriali. Allo stesso modo si possono considerare altri asset che rientrano nella categoria dei valori mobiliari, la cui definizione fornita dalla MiFID può essere ben conciliata con la definizione di *token* delineata dalla Consob nel documento in esame<sup>129</sup>. In definitiva, quindi, con specifico riferimento al rapporto con gli strumenti finanziari, la definizione fornita dalla Consob non risulta pienamente e concettualmente chiara e non è quindi in grado di definire con precisione l'ambito regolatorio a cui essa debba applicarsi.

### 3.2. Aspetti regolamentari

Passando alla disamina degli aspetti più prettamente inerenti alla disciplina di emittenti, prestatori di servizi e *token*, la Consob sottolinea l'importanza di prevedere un'apposita disciplina per lo svolgimento delle offerte in sede di emissione delle cripto-attività che avvengono in un contesto di *blockchain* mediante l'ausilio di apposite piattaforme e che hanno il preciso obiettivo di raggiungere un vasto pubblico di acquirenti/investitori.

Va segnalato preliminarmente che, in virtù dell'approvazione del Regolamento MiCA, l'assetto regolamentare prospettato dalla Consob è stato completamente rimesso nel dimenticatoio. Nonostante questo, però, una disamina dei vari elementi proposti risulta doverosa, dato che, come detto, è stato il primo tentativo regolamentare portato avanti nell'ordinamento interno,

In primo luogo, la Consob evidenzia come sia ipotizzabile la possibilità di prevedere che soggetti diversi dagli ordinari gestori di portali per la raccolta di capitali di rischio autorizzati ex art. 50-*quinques* TUF<sup>130</sup> possano gestire piattaforme per le offerte di cripto-attività, in

---

<sup>129</sup> Un altro esempio è rappresentato dalle obbligazioni, le quali presentano sia l'elemento della negoziazione e potenzialmente sia quello del finanziamento di progetti imprenditoriali.

<sup>130</sup> In base al comma 1 art 50-*quinques* TUF, è “È gestore di portali il soggetto che esercita professionalmente il servizio di È gestore di portali il soggetto che esercita professionalmente il servizio di È gestore di portali il soggetto che esercita professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali ed imprese sociali ed imprese sociali ed è iscritto nel registro di cui al comma 2 è iscritto nel registro di cui al comma 2 è iscritto nel registro di cui al comma 2 è iscritto nel registro di cui al comma 2”

modo tale da non precludere lo sviluppo di modelli alternativi. Per questa ragione, la stessa Autorità propone la regola secondo cui ai soggetti che siano già autorizzati allo svolgimento dell'attività di gestione dei portali per il *crowdfunding* potrebbe essere consentita la gestione di piattaforme per le offerte di cripto-attività. Le condizioni a cui viene sottoposta tale possibilità sono essenzialmente:

- la preventiva comunicazione alla Consob;
- la netta separazione tra le offerte di *crowdfunding* e l'attività di promozione di offerte di cripto-attività;
- l'implementazione di un apparato informativo, procedurale, organizzativo e di controllo strutturato e adeguato rispetto ai rischi sottesi alla nuova operatività nell'ottica di tutela degli investitori;
- la creazione di sistemi volti a richiedere agli emittenti tutte le informazioni necessarie affinché i potenziali investitori possano valutare compiutamente gli investimenti proposti.

L'Autorità afferma altresì che, in virtù della rapida evoluzione che sta vivendo il fenomeno negli ultimi anni, al fine di garantire una corretta e proficua crescita del mercato non si dovrebbe cristallizzare il fenomeno in un rigido regime regolamentare. Per tale ragione si propone l'utilizzo di un meccanismo di *opt-in* che garantisce al promotore dell'iniziativa di scegliere se affidarsi per il lancio dell'offerta ad una piattaforma che rispetta tale regime regolamentare oppure no, in modo tale da rivolgersi agli investitori in un contesto regolamentato. Una volta aderito alla scelta di richiedere l'autorizzazione alla gestione di piattaforme per le offerte di cripto-attività, le piattaforme e i relativi gestori sarebbero soggetti alla vigilanza da parte della Consob, la cui attività di vigilanza verrebbe quindi estesa anche alle offerte lanciate in codeste piattaforme.

In relazione a ciò, quindi, le offerte promosse al di fuori delle piattaforme regolamentate rimarrebbero legittime ma risulterebbero chiaramente riconosciute dal pubblico come non assistite dalle tutele garantite dal regime regolamentare prospettato per volontà stessa dell'emittente. Qui risiedono le peculiarità positive di tale approccio. In un sistema sottoposto a repentini cambiamenti e con brusche impennate di crescita, infatti, è certamente importante garantire la tutela degli investitori (soprattutto in virtù della loro posizione tendenzialmente di debolezza), ma al contempo è necessario garantire la possibilità a tale mercato di crescere in maniera corretta e virtuosa<sup>131</sup>.

---

<sup>131</sup> CONSOB, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività. Documento per la Discussione*, 2019, p. 9

Per quanto concerne invece la disciplina prospettata rispetto alle piattaforme che consentono la negoziazione e le piattaforme che permettono la custodia ed il trasferimento dei *token*, le prime indicate come *exchange* mentre le seconde come *wallet providers*, la Consob si concentra per lo più sulle piattaforme in questo momento maggiormente diffuse, ossia quelle centralizzate e motiva l'esigenza di regolamentazione con l'effettiva assenza di qualsivoglia disciplina applicabile a tali sistemi di scambi di cripto-attività.

L'obiettivo perseguito in tal senso dalla Consob mira a definire una disciplina che preveda parametri minimi di governance e operatività per le piattaforme che, pur non replicando l'impianto disciplinare MiFID II/MiFIR, possa garantire delle forme di tutela degli investitori. Passando al merito della proposta presentata dalla Consob, essa consiste nella previsione della regola secondo cui le sole cripto-attività oggetto di ICO su piattaforme autorizzate possono essere ammesse agli scambi.

Oltre a ciò, viene prevista l'iscrizione, su domanda dell'organizzatore, del sistema di scambi in un apposito registro della Consob a patto che la stessa piattaforma dimostri di rispettare determinati requisiti fissati dalla stessa autorità, come ad esempio: presenza di procedure per la gestione dei rischi; misure per garantire la regolazione efficiente delle operazioni di negoziazione e regole e procedure trasparenti e non discriminatorie in merito allo svolgimento degli scambi. Pienamente condivisibile è questa impostazione. Infatti, l'identificazione di parametri e criteri a cui sottoporre l'iscrizione nell'apposito registro detenuto dalla Consob permetterebbe di rendere da una parte agevole per gli investitori l'individuazione di quelle piattaforme che rispettano e mantengono adeguati presidi stabiliti dalla Consob e dall'altra permetterebbe a quest'ultima l'effettiva possibilità di condurre in maniera efficace i controlli su tali piattaforme. Oltre a ciò, va considerato l'ovvio elemento in base al quale, per il solo fatto di garantire una più o meno efficace mitigazione dei rischi, implicitamente la tutela degli investitori viene garantita.

### **3.3. Conclusioni**

Sicuramente la proposta presentata nel marzo 2019 dalla Consob è stata superata. Superata proprio dal Regolamento MiCA, che viene considerato, di fatto, il motivo per cui la Consob ha interrotto il suo approccio propositivo per l'introduzione di una compiuta disciplina per il fenomeno.

Nonostante questo superamento, però, dall'analisi della proposta, pur con evidenti difetti soprattutto dal punto di vista definitorio, emerge con chiarezza la correttezza dell'approccio

adottato dalla Consob in virtù proprio delle somiglianze che si denotano con le regole introdotte dal Regolamento MiCA, il quale supera l'approccio improntato totalmente sul c.d. *bottom up* riconoscendo l'effettiva esistenza di una categoria o classe di cripto-attività non riconducibili a nessun istituto esistente. In relazione a quest'aspetto però, il MiCAR compie un passo ulteriore rispetto alla proposta della Consob che, come visto, volutamente esclude dal suo ambito di applicazione i c.d. *pure-commodity tokens*, limitando l'applicazione della *sand box* di regole alle sole cripto-attività che presentano tutti e solo gli elementi descritti nel Box 1. Il passo ulteriore che compie il Regolamento MiCA riguarda proprio l'inclusione dei *pure-commodity tokens* (o *utility tokens*) all'interno della disciplinata categoria degli "*other types of crypto-assets*"<sup>132</sup>, eliminando così il problema sussistente e non risolto dalla proposta della Consob consistente nell'assenza di un regime regolamentare applicabile a tali tipologie di *token* e alle relative offerte. Il risultato che si ottiene mediante questa inclusione è quello di permettere, quantomeno a livello teorico, che per tutte le tipologie di cripto-attività sia prevista una disciplina.

In ultimo, poi, ma non meno importante, va segnalata la lungimiranza della proposta della Consob in relazione alla disciplina degli emittenti e dei *providers* di servizi, la quale, se pur con alcune piccole differenze, ricalca fortemente quella introdotto dal Regolamento MiCA.

#### **4. LA DISCIPLINA DELLE CRIPTO-ATTIVITA' A MALTA**

Nel mese di luglio del 2018, a Malta è stata promulgata una nuova legislazione riguardante le cripto-attività ed in generale la tecnologia DLT (Distributed Ledger Technology), facendo così di Malta il primo paese in Europa ad adottare una normativa completa su questo ambito<sup>133</sup>. Il Parlamento maltese ha infatti approvato tre disegni di legge, stabilendo le fondamenta per un quadro giuridico esaustivo in merito alla tecnologia blockchain<sup>134</sup>.

L'importanza dell'analisi della legislazione maltese risiede sul fatto che, oltre ad essere stata la prima vera forma di regolamentazione del mondo cripto, si è concentrata sulla ricerca di un equilibrio tra l'innovazione e la regolazione, creando un sistema sufficiente a fornire garanzie alle parti interessate senza però rovinare lo sviluppo del mercato con una

---

<sup>132</sup> F. DELFINI, *Le discipline a tutela de consumatore e il coordinamento con la proposta di Regolamento MiCA, osservatorio del diritto civile e commerciale* (ISSN 2281-2628), 2022, p. 271

<sup>133</sup> F. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, 2020

<sup>134</sup> F. CALLEGARO, *Virtual Financial Assets: un primo complesso approccio legislativo. Analisi della Regolamentazione Maltese*, *Diritto Bancario*, 2019, <https://www.dirittobancario.it/art/virtual-financial-assets-un-primo-complesso-approccio-legislativo-analisi-della-regolamentazione-maltese/>

regolamentazione eccessivamente gravosa, raggiungendo così un ottimo equilibrio nella tutela di tutti gli interessi in gioco<sup>135</sup>.

La regolamentazione implementata da Malta è strutturata su tre leggi specifiche, mirate a raggiungere proprio questo equilibrio tra le necessità di tutela esistenti e l'interesse a promuovere in maniera virtuosa l'innovazione. Queste fonti regolamentari sono:

- *Malta Digital Innovation Act* (MDIA) che istituisce un'apposita autorità per l'innovazione digitale;
- *Innovative Technological Arrangement and Services Act*, volto a disciplinare la registrazione e certificazione dei servizi tecnologici;
- *Virtual Financial Asset Act* appunto volto ad istituire un regime normativo per le ICOs e gli altri servizi collegati alle Criptovalute classificabili come *Virtual Financial Asset* (VFA)<sup>136</sup>

Per quanto concerne il *Malta Digital Innovation Act*, la più importante innovazione apportata da tale nuovo corpus normativo è l'istituzione dell'Autorità MDI, la quale ha come specifico obiettivo quello di cercare di sostenere la crescita del settore della tecnologia *blockchain* a Malta e proprio per questo la sua funzione principale consiste nel certificare le tecnologie DLT implementate dalle piattaforme, verificando il rispetto di determinati standard tecnici, legali e di sicurezza<sup>137</sup>.

Per quanto concerne, invece, l'*Innovative Technological Arrangement and Services Act*, l'obiettivo della disciplina è quello di fissare una compiuta struttura normativa appunto per gli *Innovative Technological Arrangement and Services* (ITAS), stabilendo i criteri di definizione e i requisiti di registrazione per gli accordi di tecnologia innovativa e per i soggetti che forniscono tali servizi<sup>138</sup>.

Dal punto di vista del rapporto tra regolamentazione delle cripto-attività e regolamentazione finanziaria, però, la normativa che va analizzata con maggior cura è proprio quella fissata dal *Virtual Financial Asset Act* (VFAA) che, come detto, nasce con l'intento di regolare il fenomeno delle ICO in virtù dell'esplosione in termini di numeri che ebbe in quel periodo. L'iter di promulgazione iniziò con la pubblicazione da parte della *Malta Financial Services*

---

<sup>135</sup> D. CHICCA, *Blockchain regolamentata anche in Italia: le differenze con Malta* <https://www.wallstreetitalia.com/blockchain-regolamentata-anche-in-italia-le-differenze-con-malta>

<sup>136</sup> A. VICECONTE, *La disciplina applicabile alle criptovalute*, 2021, p. 12

<sup>137</sup> F. J. H. YZQUIERDO, *The Malta Case\_ distributed ledger technologies (dlts) and Islamic commercial law in the European union. A European controversy*, EAE Business school, 100-109, 2019, p. 105

<sup>138</sup> J. ELLUL, J. GALEA, M. GANADO, S. MCCARTHY, G. J. PACE, *Regulating blockchain, DLT and Smart contracts: a technology regulator's prospective*, pp. 210-220, 2020, p. 214

*Authority* (MFSA) di un Documento di discussione sulle ICO<sup>139</sup> volto a richiedere ai vari *stakeholders* di esprimere la loro posizione circa l'eventuale introduzione di una regolamentazione per le *Initial Coin Offerings* e, a differenza di quanto è accaduto in Italia dopo la pubblicazione del Documento di Discussione da parte della Consob, alla pubblicazione del documento per la discussione è seguita la presentazione della proposta di regolamentazione che ha portato alla promulgazione del VFA Act<sup>140</sup>.

Prima di analizzare la disciplina sancita dal *Virtual Financial Asset Act* è necessario considerare il suo ambito di applicazione. In base a quanto previsto dalla Parte II del Regolamento, infatti, le sue disposizioni si applicano a tutti gli emittenti e prestatori di servizi aventi ad oggetto *Virtual Financial Asset*, i quali, in base a quanto previsto dall'art 2, possono essere definiti come “*any form of digital medium recordation that is used as a digital medium of exchange, unit of account, or store of value and that is not - (i) electronic money; (ii) a financial instrument; or (iii) a virtual token; ‘virtual token’ means a form of digital medium recordation whose utility, value or application is restricted solely to the acquisition of goods or services, either solely within the DLT platform on or in relation to which it was issued or within a limited network of DLT platforms*”.

Affinché gli asset virtuali (VA) si qualificano come *Virtual Financial Assets*, e quindi rientrino nell'ambito di applicazione del VFA Act, devono avere un'applicazione finanziaria in aggiunta alla loro definizione generale di rappresentazioni di valore digitali trasferibili ma al contempo non devono rientrare all'interno della categoria di strumenti finanziari, il che comporterebbe il loro assoggettamento alla disciplina dettata per i servizi finanziari<sup>141</sup>.

In sostanza, dall'analisi della definizione fornita dall'art 2 di *Virtual Financial Asset Act*, vi è una definizione che ricalca, in termini di modalità di definizione, quella adottata dal Regolamento MiCA. Quindi una nozione che, pur mettendo in risalto la tecnologia DLT sottostante, identifica tali asset in negativo affermando che rientrano in tale definizione tutte quelle forme di “registrazione digitale” che non sono qualificabili come moneta elettronica, strumenti finanziari o *virtual token*. In questo modo il legislatore maltese sostanzialmente adotta un approccio c.d. apofatico, dato che i *Virtual Financial Assets* non sono definite

---

<sup>139</sup> MFSA, *Discussion Paper on Initial Coin Offerings, Virtual Currencies and Related Service Providers*, 2017

<sup>140</sup> C. BUTTIGIEG, C. EFTHYMIOPULOS, *The regulation of crypto assets in Malta: The Virtual Financial Assets Act and beyond*, law financial market review, p. 30-40, 2018, p. 33

<sup>141</sup> B. BEIDERMAN, *Virtual asset deployment in small island states, the case of Malta*, University of Malta, 2022, p. 5

direttamente, ma la nozione adottata si basa sull'elenco di ciò che le attività finanziarie digitali non sono<sup>142</sup>.

Per quanto riguarda, invece, gli aspetti più prettamente regolamentari, la disciplina dettata dal VFSA viene applicata a tutti i soggetti emittenti *Virtual Financial Assets* e a tutti i soggetti prestatori di servizi in ambito di tali crypto-attività. Partendo dall'analisi della disciplina delle ICOs il legislatore maltese ha optato per un assetto in base al quale la disciplina è differenziata rispetto a quella prevista in materia di offerta di strumenti finanziari, di modo da lasciare un più ampio margine operativo ad emittenti e *providers*, ma che comunque non faccia venir meno o renda carenti, le necessarie tutele per gli investitori<sup>143</sup>. A tal proposito, i presidi di legittimità che vengono fissati per una ICO avente ad oggetto *Virtual Financial assets* consistono in primo luogo nel fatto che nessun emittente può procedere ad un'offerta al pubblico in assenza della predisposizione e pubblicazione di un *White Paper* redatto conformemente alle regole stabilite dal VFSA e trasmesso preventivamente all'autorità competente e in secondo luogo nella previsione secondo cui se il *token* creato dall'emittente presenta elementi che comportano la sua qualificazione alla stregua di un istituto giuridico esistente, allora la disciplina applicabile sarà quella dettata per tale istituto e non quella prevista per l'emissione di VFA<sup>144</sup>.

Per quanto concerne la posizione degli emittenti, il VFSA ha introdotto specifici obblighi in tema di redazione del *White Paper*, il quale deve contenere gli elementi e i requisiti fissati dalla medesima fonte normativa, che in sostanza richiede una descrizione semplice, comprensibile e allo stesso tempo dettagliata delle caratteristiche del *token* e dell'emittente; l'obbligo di sottoporre, prima della pubblicazione, lo stesso *White Paper* al vaglio preventivo del MFSA ed infine ha stabilito importanti requisiti che devono essere rispettati dagli stessi emittenti al fine di poter procedere al lancio di una ICO. E in particolare è chiesto loro di operare con onestà ed integrità, comunicare con gli investitori in modo onesto, chiaro e in maniera non fuorviante e adottare meccanismi interni per prevenire ed individuare gli eventuali conflitti d'interessi (art 9 VFSA).

Dal punto di vista contenutistico il *White Paper* deve includere tutte le informazioni ritenute essenziali per l'investitore al fine di compiere una scelta completamente informata circa

---

<sup>142</sup> G. GURINOVICH, M. LAPINA, G. TOLSTOPYATENKO, P. PATRIKKEEV, *About Approaches to the Definition of Concept and Problems of Legal Regulation of Digital Financial Assets*, 2021, p. 15

<sup>143</sup> CALLEGARO F., *Virtual Financial asset: un primo complesso approccio legislativo. Analisi della Regolamentazione Maltese*, 2019 p. 8

<sup>144</sup> O. KULYK, *Models of State regulation of the virtual assets market in offshore zones (on the example of Bermuda Islands, Gibraltar and Malta)*, pp. 44-60, 2022, p. 53

l'investimento e perciò deve contenere: l'espressa indicazione della conformità del *White Paper* alla disciplina regolamentare maltese, informazioni sui diritti conferiti dal *token*, sulle caratteristiche dell'offerta e sull'emittente e le ragioni che stanno alla base dell'emissione di VFA<sup>145</sup>. La presentazione del *White Paper* all'autorità competente deve avvenire con l'ausilio di c.d. VFA Agent (art 7 VFAA)<sup>146</sup>, il quale deve verificare e garantire che la procedura di offerta, di redazione e pubblicazione del *White Paper* sia stata correttamente adempiuta (art 3 VFAA)<sup>147</sup>.

Il *Virtual Financial Asset Act* si occupa altresì di disciplinare tutta l'attività di *advertisement* relativa all'emissione e all'offerta di *token*. In relazione a ciò, infatti, la tutela degli investitori è garantita grazie ad obblighi che impongono la predisposizione di sistemi di *advertisement* contenenti informazioni facilmente comprensibili, chiare, non inaccurate e non fuorvianti.

Come detto in precedenza, un'importante attenzione viene posta anche sui vari servizi relativi ai VFA che possono essere forniti sia dagli emittenti che da *providers* terzi e consistono, sostanzialmente, in ricezione e trasmissione di ordini, esecuzione di ordini per conto di terzi, negoziazione in conto proprio, gestione di portafoglio, attività di *custode*, *nomine holder*, *placing* di VFA e scambio di VFA.

In relazione alla fornitura di servizi connessi a *Virtual Financial Assets* è previsto il rilascio di una licenza ai *providers* da parte dell'Autorità competente a fronte della presentazione, sempre per il tramite di un *VFA Agent*, di un'istanza contenente il domicilio, il programma recante informazioni sui sistemi, protocolli di sicurezza per l'accesso predisposto dal *provider* e ogni altro elemento o documento richiesto dall'Autorità di vigilanza come chiarimento ai fini dell'attività di controllo (art 14 VFAA). Una volta superato il vaglio dell'autorità competente, il *provider* verrà iscritto in un apposito registro detenuto dalla stessa Autorità, potrà iniziare ad operare nell'attività di prestazione di servizi e sarà sottoposta al costante controllo esercitato dall'Autorità, la quale può in qualsiasi momento sospendere o revocare la licenza qualora dovesse ravvisare eventuali inadempienze.

---

<sup>145</sup>: T. KAUL, *ICO and ICO Regulations in Malta*, 6 CT. UNCOURT 11 (2019)

<sup>146</sup> In base all'art 7 VFAA, i compiti del *VFA Agent* possono essere così riassunti: (i) consigliare e guidare il cliente; (ii) eseguire una valutazione di idoneità e correttezza del cliente; (iii) fungere da punto di collocamento tra la MFSA e il suo cliente; e (iv) collaborare con la MFSA ove richiesto.

<sup>147</sup> In base all'art 3 punto 3 del VFAA, viene definita l'attività che deve essere svolta dal VFA Agent. L'attività che deve essere svolta dal VFA Agent è definita dall'art 3 punto 3, in base al quale è stabilito che "The VFA agent appointed in terms of article 7 shall confirm to the competent authority that the whitepaper complies with this article and article 4 and shall state any assumptions it has made and any reservations it may have on any matter relating to the whitepaper for the consideration of the competent authority"

In sostanza, l'analisi della disciplina adottata dal legislatore maltese evidenzia il suo carattere estremamente innovativo, che si manifesta principalmente nel fatto che molte delle regole applicabili ai fornitori di servizi sono incluse nel nuovo Regolamento MiCA, che entrerà in vigore con quasi sei anni di “ritardo”. In secondo luogo, è importante sottolineare la solidità e la completezza di questo quadro normativo che, nonostante sia stato adottato in un periodo di grande dinamismo per il mercato delle cripto-attività e, in particolare, per le ICO, riesce a bilanciare adeguatamente gli interessi citati in precedenza, ovvero la tutela degli investitori e la creazione di una disciplina che favorisca la crescita del mercato delle cripto-attività e attragga capitali dall'estero<sup>148</sup>.

#### **4.1. L'approccio del legislatore maltese al problema della qualificazione giuridica delle cripto-attività e dell'ambito di applicazione del VFA Act**

Ritornando all'ambito di applicazione, il legislatore maltese, ben consapevole delle difficoltà in cui può incorrere un emittente o un prestatore di servizi nell'identificare quale debba essere la disciplina applicabile, in virtù del fatto che al pari del MiCA e della proposta contenuta nel Documento per la Discussione del 2019 della Consob identifica in negativo l'ambito di applicazione del nuovo assetto regolamentare, all'art. 47 del VFA Act ha espressamente conferito il potere alla *Malta Financial Services Authority* (MFSA) di emanare delle linee guida contenenti un test volto a fornire un concreto chiarimento agli operatori circa la disciplina che deve essere concretamente applicata al loro *token*. Ciò che in particolare chiarisce tale test riguarda la qualificazione del *token* e specifica se esso deve essere considerato, sempre ai fini della disciplina applicabile, moneta elettronica, strumento finanziario, VFA o *virtual token*. Tali linee guida sono applicabili agli emittenti di *token* all'interno del territorio maltese e ai *providers* di servizi descritti e disciplinati dal VFA Act<sup>149</sup>.

Il test proposto si compone di tre step: nel primo vengono fornite dall'utente tutte le informazioni necessarie sullo stesso e sul asset DLT oggetto del test, nella seconda fase si va materialmente a determinare la qualificazione dell'asset, andando a verificare se si tratta di VFA passando in rassegna e confrontando il *token* oggetto del test con tutte le tipologie di asset identificate dall'art 2 e nella terza ed ultima fase, vengono fornite tutte le informazioni all'utente circa la qualificazione del *token* in oggetto. In relazione a tale ultima

---

<sup>148</sup> B. BEIDERMANN, *Virtual asset deployment in small island states, the case of Malta*, University of Malta, 2022, p. 7

<sup>149</sup> MFSA. *Guidance notes to the Financial Instrument Test*, 2019

fase, l'utente deve salvare il documento relativo alla qualificazione del *token* e firmarlo unitamente alla dichiarazione con cui egli afferma che ha compilato il test rispettando le linee guida e la disciplina contenuta nel VFA Act, la completezza e la veridicità delle informazioni fornite per lo svolgimento del test e l'impegno a rideterminare la qualificazione dell'asset DLT utilizzando lo stesso test qualora dovessero cambiare alcune delle sue caratteristiche nel ciclo di vita dello stesso<sup>150</sup>.

Centrale chiaramente risulta essere la seconda fase in cui, come detto, si va materialmente a determinare la qualificazione del *token*. L'approccio adottato dal MFSA è quello secondo cui tale step deve necessariamente essere composto da un'analisi *case-by-case* delle singole classi di *asset* incluse all'interno dell'art. 2 del VFA Act.

La prima analisi comparatistica che deve essere svolta è quella con i *Virtual Token* (VT) e in particolare, al fine di determinare se un asset DLT deve qualificarsi come un VT, l'utente deve considerare i criteri della scambiabilità, della convertibilità e dello scopo dell'asset. In relazione alla scambiabilità un asset DLT deve considerarsi un VT nel momento in cui rimane scambiabile esclusivamente all'interno della piattaforma DLT sulla quale è stato emesso o solamente all'interno di una limitata rete di piattaforme DLT. Per quanto riguarda, invece, la convertibilità, un asset DLT dovrebbe essere considerato un VT se non è permessa la convertibilità in un'altra tipologia di asset DLT. Infine, con riferimento all'elemento dello scopo, un asset DLT deve essere trattato come VT nel momento in cui le sue utilità o il suo valore è limitato esclusivamente all'acquisizione di beni o servizi<sup>151</sup>.

Secondo il test, quindi, un asset DLT rientra nella definizione di VT se rispetta i seguenti criteri:

- l'emittente non intende quotare o ammettere l'asset al trading su piattaforme di *exchange*;
- è esclusivamente scambiabile all'interno della piattaforma DLT dell'emittente o comunque in una cerchia ristretta di emittenti (cerchia al quale devono necessariamente essere escluse le piattaforme di *exchange*);
- non è convertibile in altre tipologie di asset DLT e (nota a pie di pagina: la non convertibilità deve sussistere sia sul piano tecnico che sul piano legale);
- presenta le caratteristiche di un VT in base a quanto descritto dall'art 2 del VFA Act<sup>152</sup>.

---

<sup>150</sup> F. CALLEGARO, *Op Cit.* p. 4

<sup>151</sup> MFSA, *Op. Cit.*, p. 9

<sup>152</sup> Ai sensi dell'art 2 VFSA, un *virtual token* viene descritto come “*token*’ means a form of digital medium recordation whose utility, value or application is restricted solely to the acquisition of goods or services, either solely within the DLT platform on or in relation to which it was issued or within a limited network of DLT platforms.”

Se dal test si evince che l'asset DLT non può qualificarsi come *Virtual Token*, deve necessariamente essere confrontato con le varie tipologie di asset che compongono la categoria degli strumenti finanziari, in modo tale appunto da escludere la sua riconducibilità a tale istituto giuridico.

Per quanto concerne i valori mobiliari<sup>153</sup> la MFSA ai fini della qualificazione di un asset DLT alla stregua di tali strumenti finanziari, chiarisce la rilevanza dei seguenti elementi: (i) scambiabilità; (ii) i diritti; (iii) gli strumenti di pagamento.

Per quanto riguarda l'elemento della scambiabilità, la sua rilevanza risiede nel fatto che consiste in una caratteristica che è *conditio sine qua non* per la classificazione di un asset come valore mobiliare e per tale ragione deve essere valutata la sua sussistenza nell'asset DLT oggetto del test. In relazione alla sussistenza di tale elemento nei *token* non ancora emessi, essa viene valutata sulla base del progetto strutturato dall'emittente, dal quale si evince a priori se l'asset potrà o meno essere negoziato sul mercato dei capitali.

Per quanto riguarda i diritti, la qualificazione di un asset DLT come valore mobiliare deve necessariamente passare per la verifica dei diritti correlati a tale asset e in particolare per la verifica dell'eventuale sussistenza di diritti simili a quelli forniti dagli asset che, in base all'art 4 comma 1 n. 44) direttiva n. 2014/65/UE, sono considerati valori mobiliari; esempi di tali diritti sono: quelli decisorii e di profitto forniti da un'azione di una società, oppure quelli di credito garantiti ai titolari di titoli obbligazionari.

Per quanto concerne, infine, l'elemento degli strumenti di pagamento, va rammentato che in base alla definizione contenuta nella MiFID II di valore mobiliare, non si considerano tali gli strumenti di pagamento. Per tale ragione, quindi, se un asset DLT risulta qualificabile come strumento di pagamento, necessariamente non potrà essere qualificabile come strumento finanziario.

In sostanza, un asset DLT deve essere qualificato alla stregua di un valore mobiliare se presenta congiuntamente i seguenti elementi:

- ha una scadenza all'emissione superiore a 397 giorni<sup>154</sup>;

---

<sup>153</sup> Ai sensi dell'art 4 par. 1 n. 44) Direttiva n. 2014/65/UE i valori mobiliari sono “*categorie di valori, esclusi gli strumenti di pagamento, che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, ad esempio: azioni di società e altri titoli equivalenti (...); obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli; qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere tali valori mobiliari (...)*”

<sup>154</sup> questo perché in base a quanto stabilito dall'articolo 1, par. 9, direttiva n. 85/611/CEE, si identificano strumenti del mercato monetario gli strumenti finanziari che presentano uno dei seguenti elementi: (i) avere una durata massima di 397 giorni all'emissione; (ii) avere una durata residua massima di 397 giorni; (iii) essere soggetti a rettifiche periodiche del rendimento, in linea con le condizioni del mercato monetario, almeno ogni 397 giorni; e (iv) il loro profilo di rischio, compresi il rischio di credito e il rischio di tasso di interesse,

- è negoziabile sul mercato di capitali;
- conferisce al sottoscrittore uno dei diritti tipici degli asset che in base alla direttiva MiFID II sono considerati valori mobiliari;
- non è uno strumento di pagamento.

Se, sulla base dell'analisi appena descritta, l'asset digitale non si configura alla stregua di un valore mobiliare, allora deve essere necessariamente comparato con gli altri asset che rientrano nella categoria di strumenti finanziari. Per quanto concerne gli strumenti del mercato monetario, al fine di determinare la ricongiunzione a tale categoria dell'asset DLT oggetto d'analisi, l'utente deve considerare i seguenti elementi: la **maturità**, dato che la possibile qualificazione come strumento del mercato monetario si basa sul fatto che l'asset DLT ha una scadenza all'emissione non superiore a 397 giorni<sup>155</sup>; i **diritti**, in relazione a ciò un asset DLT dovrebbe configurarsi alla stregua degli strumenti del mercato monetario se conferisce i diritti tipici degli strumenti che, in base a quanto previsto dalla MiFID II, si qualificano come tali; va poi valutato l'elemento definito dal test con il termine **valutazione precisa** dato che il regolamento n. 2017/565/EU stabilisce che gli strumenti del mercato monetario devono avere un valore che può essere determinato in qualsiasi momento nel tempo; ed infine va valutato, nuovamente, l'elemento relativo al **rapporto con gli strumenti di pagamento**, dato che la MiFID chiarisce che gli strumenti di pagamento non si qualificano come strumenti del mercato monetario. Al fine di giungere alla conclusione per cui un asset DLT deve qualificarsi come strumento del mercato monetario, devono essere, quindi, rispettati i seguenti elementi:

- avere una scadenza dall'emissione pari o inferiore a 397 giorni;
- essere negoziabile sul mercato dei capitali;
- essere qualificabile come buono del tesoro, certificato di deposito o carta commerciale o caratteristiche sostanzialmente equivalenti ad essi;
- non deve essere uno strumento di pagamento.

Il passaggio successivo, che viene applicato qualora il *token* non dovesse qualificarsi neppure come strumento del mercato monetario, consiste nell'analisi circa la sua eventuale

---

corrisponde a quello degli strumenti finanziari che hanno una durata quale prevista ai punti a) o b) o sono soggetti alle rettifiche di rendimento quali previste al punto c). in sostanza, l'asset DLT dovendosi qualificare come valore mobiliare, non deve rientrare nella definizione di strumento del mercato monetario.

<sup>155</sup> Ai sensi dell'art 3 par 2 Direttiva n. 16/2007/CE, vengono definiti gli strumenti del mercato monetario facendo espressamente richiamo a quanto sancito dal già citato articolo 1 par. 9 Direttiva 85/611/CEE

riconducibilità alla categoria di Quote di un Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio<sup>156</sup>. In relazione a tale comparazione, gli elementi che devono essere presi in considerazione da parte dell'emittente sono l'eventuale possibilità data agli investitori di partecipare o ricevere profitti o redditi derivanti dall'acquisizione, detenzione, gestione o cessione di tale asset DLT; l'entità dell'obiettivo intrinseco dell'emissione, che deve essere l'investimento collettivo di capitale ed infine vanno valutati gli accordi dato che, ai fini qualificatori, l'impresa deve disporre di uno degli accordi necessari per equiparare la piattaforma DLT a un OICR.

In considerazione di tali criteri, ai fini della riconduzione alla categoria degli OICR, l'utente deve verificare se l'asset DLT oggetto del test rispetta i seguenti criteri:

- 1) l'impresa deve costituire un sistema o un accordo che abbia come oggetto o come uno dei suoi oggetti l'investimento collettivo di capitale;
- 2) la raccolta di tale capitale dovrebbe avvenire attraverso l'offerta di Asset DLT per la sottoscrizione, la vendita o lo scambio;
- 3) deve risultare soddisfatto uno dei seguenti accordi:
  - il contributo dei partecipanti e gli utili o i redditi con cui devono essere effettuati pagamenti a loro favore sono messi in comune;
  - gli asset DLT sono o devono essere riacquistati o rimborsati a partire dalle attività dell'ente emittente, continuamente in blocchi a brevi intervalli su richiesta dei titolari; oppure
  - gli asset DLT sono o saranno emessi costantemente in blocchi con intervalli di tempo brevi

Chiaramente, ai fini dell'esclusione della riconoscibilità di un *token* alla categoria degli strumenti finanziari, l'asset DLT oggetto del test non deve neppure essere riconducibile alla categoria dei contratti di opzione, definiti dai punti da 5) a 7) dell'allegato I Sezione C MiFID II<sup>157</sup>. In particolare, ai fini di tale verifica, l'utente deve chiarire se l'asset rispetta, congiuntamente, i seguenti requisiti:

---

<sup>156</sup> Un Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio può essere definito come l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni. Il veicolo è gestito in autonomia ma nell'interesse degli investitori e il relativo capitale può essere investito in strumenti finanziari, crediti, partecipazioni o altri beni mobili e immobili, in base alla politica d'investimento predeterminata.

<sup>157</sup> Il punto 5) Allegato I Sezione C MiFID II è relativo ai “*Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») ed altri contratti su strumenti derivati*”

- 1) l'asset è equiparabile ad un contratto derivato;
- 2) l'asset è correlato ad una *commodity*;
- 3) l'asset rispetta uno dei seguenti criteri:
  - i) può essere regolato in contanti o può essere regolato in contanti a discrezione di una delle parti, non a causa di inadempimento o altro evento di risoluzione;
  - ii) può essere regolato fisicamente e a condizione che sia negoziato su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, ad eccezione dei prodotti energetici all'ingrosso negoziati su un sistema organizzato di negoziazione che devono essere regolati fisicamente; oppure
  - iii) (I) può essere regolato fisicamente, (II) non ha le caratteristiche del punto di cui sopra e (III) ha le caratteristiche di altri Strumenti Finanziari derivati.

Successivamente, sempre ai fini dell'esclusione della configurabilità dell'Asset DLT come strumento finanziario, esso non deve neppure essere riconducibile all'alveo degli altri asset che sono qualificabili come strumenti finanziari. In questa categoria residuale è possibile individuare strumenti finanziari derivati per il trasferimento del rischio di credito, i contratti finanziari differenziali e gli strumenti finanziari di cui al punto n. 10)<sup>158</sup>.

Per quanto concerne gli strumenti finanziari di cui al punto 8) Allegato I Sezione C MiFID II relativo agli strumenti derivati per il trasferimento del credito, l'utente deve verificare se l'asset DLT ha come scopo principale appunto il trasferimento del rischio di credito da un soggetto ad un altro. In caso di risposta affermativa, il *token* deve essere qualificato come strumento finanziario. Per quanto riguarda, invece, la riconduzione dell'asset DLT alla

---

*connessi a merci quando l'esecuzione deve avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti oppure possa avvenire in contanti a discrezione di una delle parti (per motivi diversi dall'inadempimento o da un altro evento che determini la risoluzione).”; mentre il punto 7) è relativo ai “Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») ed altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che non possano essere eseguiti in modi diversi da quelli citati al punto 6 della presente sezione e non abbiano scopi commerciali, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati”.*

<sup>158</sup> Il punto 10) Allegato I Sezione C MiFID II è relativo ai “Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti su strumenti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, quando l'esecuzione debba avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti o possa avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti (invece che in caso di inadempimento o di altro evento che determini la risoluzione del contratto), nonché altri contratti su strumenti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, non altrimenti citati nella presente sezione, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato, un sistema organizzato di negoziazione o un sistema multilaterale di negoziazione”

categoria dei contratti finanziari differenziali, anche qui l'analisi verte sullo scopo dell'asset e in particolare l'utente deve valutare se lo stesso ha come scopo principale il conferimento al titolare di un'esposizione economica equiparabile a quella prevista da un contratto per differenza (CFD)<sup>159</sup>. Infine, con riferimento agli strumenti finanziari di cui al punto 10), un asset DLT è ricondotto a tale categoria se rispetta congiuntamente i seguenti requisiti:

- (i) l'asset DLT è, a livello sostanziale, un equivalente di un contratto derivato;
- (ii) il valore dell'asset DLT si basa su una o più attività sottostanti;
- (iii) l'asset DLT presenta uno dei seguenti elementi: può essere regolata in contanti a discrezione di una delle parti; è negoziabile in un OTF o in un MTF; e soddisfa le caratteristiche di un altro strumento finanziario.

In caso di appurata non riconducibilità dell'asset DLT ad una delle categorie di strumenti finanziari previsti dai punti da C1) a C10), per escludere categoricamente che l'asset oggetto del test non sia effettivamente uno strumento finanziario, deve essere altresì non riconducibile all'istituto di cui al punto 11) del medesimo Allegato, relativo alle quote di emissione, disciplinate della direttiva 87/2003/CE, il cui articolo 3 let. a) le definisce come *“il diritto di emettere una tonnellata di biossido di carbonio equivalente per un periodo determinato, valido unicamente per rispettare le disposizioni della presente direttiva e cedibile conformemente alla medesima”*.

Al fine di determinare se l'asset DLT è qualificabile come quota di emissione è necessario che lo stesso rispetti i seguenti requisiti:

- in relazione all'emittente l'asset DLT deve essere emesso dall'autorità competente individuata ex art 18 della medesima direttiva<sup>160</sup>; e
- in relazione alle modalità di emissione, invece, l'asset DLT deve essere emesso nel rispetto del procedimento e delle regole stabilite dalla medesima direttiva.

Una volta accertato che l'asset DLT risulta non qualificabile né alla stregua di uno strumento finanziario e né come *Virtual Token*, è necessario verificare se risulta o meno riconducibile alla categoria della moneta elettronica.

---

<sup>159</sup> un contratto per differenza consiste in un tipo di contratto in strumenti derivati in base al quale viene scambiata la differenza di valore di un certo titolo o sottostante, maturata tra il momento di apertura e la chiusura di un contratto

<sup>160</sup> ai sensi dell'art 18 direttiva 87/2003/CE viene stabilito che *“Gli Stati membri prendono le opportune disposizioni amministrative, compresa la designazione di una o più autorità competenti, ai fini dell'attuazione delle disposizioni della presente direttiva. Qualora sia designata più di un'autorità competente, le attività che tali autorità svolgono ai sensi della presente direttiva devono essere coordinate”*.

In relazione a ciò, l'autorità stabilisce che il controllo deve essere fatto, ovviamente, sulla base dei criteri e delle regole stabilite dalla direttiva 2009/110/CE. In particolare l'utente deve prendere in considerazione i già analizzati criteri distintivi della moneta elettronica, che consistono appunto nell'emissione dell'asset a seguito di ricezione da parte dell'emittente di fondi, i quali dovranno essere restituibili in ogni momento su richiesta dell'utente, l'Asset deve rappresentare un credito nei confronti dell'emittente derivante appunto dai fondi depositati per la ricezione della moneta elettronica, ed infine, l'asset dovrebbe essere usato come strumento di pagamento come definito dal punto 5 art. 4 direttiva 2015/2366. Se l'asset DLT presenta tali elementi, allora deve essere necessariamente trattato alla stregua di moneta elettronica e non dovrebbe quindi rientrare nell'ambito di applicazione della disciplina dettata dal VFA Act<sup>161</sup>.

Qualora, invece, il test dovesse accertare che il *token*, pur rispettando la definizione di VFA contenuta nel *Virtual Financial Asset Act*, non è qualificabile come strumento finanziario, moneta elettronica o *Virtual Token*, allora dovrà essere necessariamente qualificato come VFA ai fini dell'applicazione della relativa disciplina.

#### **4.2. Considerazioni conclusive circa l'approccio regolamentare maltese**

Per concludere la disamina dell'approccio regolamentare del legislatore maltese, alcune considerazioni vanno fatte. In primis va riconosciuta la capacità con cui il legislatore è andato a disciplinare un fenomeno fortemente innovativo e quasi completamente sconosciuto per l'epoca, basti pensare al fatto che negli interventi successivi di altre esperienze regolamentari è possibile identificare in maniera più o meno netta il medesimo approccio adottato da Malta<sup>162</sup>. Ne è un esempio il regolamento MiCA, che per certi versi riprende alcune regole riscontrabili nel VFA Act, sia con riferimento alle ICO e sia in relazione alla posizione dei *providers* di servizi e, oltre a ciò cerca, in relazione alla regolamentazione, ad attenersi il più possibile al principio di neutralità tecnologia riconosciuto a livello europeo.

Al di là degli aspetti più prettamente regolamentari, però, il secondo motivo per cui l'esperienza maltese è di fondamentale importanza può essere riscontrato, soprattutto con riferimento al Regolamento MiCA, in relazione alla determinazione dell'ambito di applicazione del VFA Act e delle rispettive regole. Al pari del MiCAR, infatti, il VFA Act

---

<sup>161</sup> F. CALLEGARO, *Op. Cit.*, p. 9

<sup>162</sup> B. BIEDERMANN, *Virtual Asset Deployment in Small Island States: The Case of Malta*, 2022, p. 61

chiarisce in negativo il suo ambito di applicazione, affermando che le sue regole verranno applicate a tutte le “registrazioni digitali” che non sono riconducibili alla categoria di strumenti finanziari, moneta elettronica o *Virtual Token*, rendendo così non sempre agevole per gli emittenti, ed in generale per gli operatori, l’identificazione della corretta disciplina da applicare.

Il passo ulteriore che compie il regolatore maltese, però, è quello consistente nell’emanazione da parte del MSFA di precise linee guida che chiariscono in maniera molto netta la portata dell’art 2 VFA relativo all’ambito di applicazione, fornendo un ben articolato test che deve essere svolto da parte degli emittenti di modo da chiarire se il *token* o asset DLT oggetto della loro offerta deve considerarsi un *Virtual Financial Assets* e quindi debba sottostare alle regole stabilite dal VFA Act oppure debba essere considerato alla stregua di uno degli istituti giuridici espressamente menzionati nel medesimo articolo e, quindi, automaticamente ricondotto alla disciplina dettata per la moneta elettronica o per gli strumenti finanziari<sup>163</sup>.

Nonostante la questione verrà meglio analizzata in seguito, appare fondamentale affermare sin da ora che rispetto alla questione dell’ambito di applicazione, anche il legislatore europeo riconosce, se pur indirettamente, la non sempre agevole determinazione in concreto della disciplina applicabile ai vari *token* esistenti e di nuova emissione. Tale riconoscimento è desumibile in particolare dal disposto dell’art. 139 Regolamento MiCA, recante disposizioni in materia di esercizio della delega, il quale conferisce alla Commissione il potere di emanare atti delegati volti a chiarire la portata delle disposizioni contenute all’interno del regolamento e quindi anche dell’ambito di applicazione.

In ragione di ciò, quindi, è anche qui riscontrabile una forte somiglianza dell’approccio del legislatore europeo con quello del legislatore maltese, i quali, in virtù del difficile inquadramento della questione dell’ambito di applicazione con il solo disposto normativo, attribuiscono, il primo in capo alla Commissione e il secondo in capo al MSFA, il delicato e fondamentale onere di chiarire quali siano le cripto-attività assoggettate alla disciplina ad hoc definita e quali, invece, debbano risultare assoggettate alle regole stabilite per istituti giuridici già esistenti.

---

<sup>163</sup> M. KASPRZYK, *Comparative review of regulatory Framework of Virtual Currency in selected countries*, 35 REV. EUR. & COMPL. L. 7, 2018, p. 16

## 5. LA REGOLAMENTAZIONE DELLE CRIPTO-ATTIVITA' NEGLI STATI UNITI

Per la rilevanza che hanno gli Stati Uniti e in virtù della peculiarità dell'approccio adottato, necessaria è l'analisi della regolamentazione adottata in tema di cripto-attività.

Il regime regolamentare statunitense vive una particolare situazione di frammentazione dovuta alla contemporanea presenza di regole sancite sia a livello statale che a livello federale. In particolare, in relazione alla regolamentazione statale si assiste ad un duplice approccio, da una parte, infatti, si denotano regolamentazioni che identificano un regime molto favorevole all'attrazione di investimenti, mentre, in altri Stati, si assiste ad una tendenziale riluttanza al fenomeno, dovuta principalmente ai potenziali pericoli per gli investitori che questi asset molto rischiosi possono comportare<sup>164</sup>.

In generale però si può dire che gli Stati Uniti siano storicamente stati abbastanza riluttanti all'idea di definire una compiuta disciplina per le cripto-attività. Ad oggi, infatti, devono ancora stabilire un approccio normativo affidabile che consenta ai partecipanti al mercato di operare liberamente nello spazio CC senza timori e incertezze<sup>165</sup>, ne è un esempio la posizione adottata dal Coordinatore per la sicurezza informatica della Casa Bianca Rob Royce, il quale ha dichiarato che *“stiamo ancora studiando e capendo quali sono le buone e le cattive idee in questo spazio. Quindi non credo che una regolamentazione sia vicina”*, evidenziando sia da una parte il cambio di posizione circa la necessità di regolare le cripto-attività, ma anche la non immediatezza dell'intervento regolamentare che verrà adottato. Un altro esempio di questa iniziale riluttanza e successivo cambio di posizione, è desumibile dall'opinione del CEO di J.P. Morgan Jamie Dimon che nel 2017 dichiarò che *“it is just a matter of time [before] cryptocurrencies will be wiped out of the financial system”*<sup>166</sup>, dichiarazione a cui però ha seguito il lavoro svolto dalla stessa banca e confluito nel report pubblicato nel 2018 e intitolato *“Decrypting Cryptocurrencies: Technology, Applications and Challenge”* in cui si rilevò l'effettiva crescita di rilevanza del mondo cripto negli ultimi anni e il fatto che tale fenomeno avrà un ruolo sempre più crescente nel mondo della finanza e dei sistemi di pagamento.

---

<sup>164</sup> T. BEAUCHAMP, S. WINK, S. HAWKINS, Y. VALDEZ, S. DAVIS, *Crypto-asset trading platforms: another regulator trip around the world*, 2020 p. 11

<sup>165</sup> A. K. BRAEDEN, *Regulating the Future of Finance and Money: A Rational U.S. Regulatory Approach to Maximizing the Value of Crypto-Assets and Blockchain Systems*, 2018, p.

<sup>166</sup> B. AKOLKAR, *JPMorgan's "Bitcoin Bible": Cryptocurrencies "Unlikely to Disappear"*, COIN-SPEAKER.COM, 2018, <https://www.coinspeaker.com/2018/02/13/jpmor-gans-bitcoin-bible-cryptocurrencies-unlikely-disappear/>

Nonostante l'attività regolamentare, se pur con diversi approcci, porta avanti a livello statale, la regolamentazione delle cripto-attività sta gradualmente coinvolgendo anche il regolatore federale, questo per due motivi principali: in primis la crescente rilevanza ed importanza del fenomeno richiede un intervento unitario non perseguibile solamente a livello dei singoli Stati e in secondo luogo, in virtù della netta somiglianza tra *crypto-assets* e *Securities*, la presenza costante nell'attività di regolamentazione da parte della *Security exchange Commission* (SEC) risulta inevitabile. In relazione a ciò, infatti, le diverse autorità di vigilanza statali e federali applicano le disposizioni regolamentari esistenti ai *providers*, agli emittenti e alle offerte iniziali di cripto-attività, quando tali asset digitali presentano somiglianze con istituti giuridici esistenti. Di conseguenza, a seconda delle caratteristiche, le autorità statali e federali trattano le cripto-attività come titoli, materie prime o valute, applicando pertanto le relative normative.

### **5.1. Il ruolo della SEC e l'Howey Test**

Come detto in precedenza un ruolo fondamentale in tema di regolamentazione di cripto-attività, in virtù della somiglianza del fenomeno con quello dei valori mobiliari, è ricoperto dalla *Security Exchange Commission* (SEC). La SEC opera, in relazione alle cripto-attività, nell'identificazione delle singole fattispecie che, in virtù della loro qualificazione alla stregua di valori mobiliari, devono essere assoggettate alla disciplina dettata dal *Security Act* del 1933 che persegue l'importante obiettivo di garantire da una parte che gli investitori ricevano informazioni sia finanziarie che non sul valore mobiliare offerto e dall'altra garantire che non vengano commesse frodi a danno degli investitori, il che risulta perfettamente calzante rispetto a tutte quelle cripto-attività che presentano elementi di finanziarietà<sup>167</sup>.

Il *Security Act* del 1933 fornisce una definizione piuttosto ampia di *security*: “*means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including*

---

<sup>167</sup> R. L. MOORE, *Defining an Investment Contract: The Commonality Requirement of the Howey Test*, 43 Wash. & Lee L. Rev., 1986, p. 1058

*any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a "security," or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing*"<sup>168</sup>. Tale nozione è stata utilizzata dalla SEC, successivamente all'emanazione della *Security Act*, nell'esercizio dei suoi poteri di vigilanza al fine di verificare se gli operatori economici stessero correttamente applicando le regole stabilite in ambito finanziario per le loro offerte al pubblico<sup>169</sup>.

La definizione di *security* identificata dal *Security Act* è stata poi ampliata dal caso "SEC v. W. J. Howey Co. Howey", in cui la Corte Suprema degli Stati Uniti si è pronunciata definendo che l'offerta di un contratto di vendita e assistenza di terreni era un "contratto di investimento" ai sensi del *Securities Act* del 1933. L'importanza di tale caso, al di là della fattispecie concreta, risiede nel fatto che dallo stesso è stato ricavato il c.d. *Howey Test*. La cui funzione consiste nel chiarire se un determinato asset deve essere considerato un titolo oppure no ai fini dell'applicazione della disciplina dettata dal *Security Act*<sup>170</sup>.

Il principio fondamentale desumibile da tale sentenza è quello secondo cui un contratto d'investimento deve essere inteso come "*un contratto, una transazione o uno schema in base al quale una persona investe il proprio denaro in un'impresa comune ed è indotta ad aspettarsi profitti esclusivamente dagli sforzi del promotore o di una terza parte*".

Dal punto di vista pratico il Test di Howey qualifica un'offerta al pubblico di crypto-attività come contratto di investimento tutte le volte in cui sussistono, congiuntamente, i seguenti elementi:

- esistenza di un investimento di denaro;
- L'investimento deve essere in un'impresa comune;
- Deve esserci l'aspettativa di un profitto; e
- Il profitto deve derivare dagli sforzi degli altri

Per quanto riguarda il primo requisito, lo standard applicato per identificare un investimento di denaro è quello secondo cui è ammissibile qualsiasi corrispettivo definibile<sup>171</sup>. Con riferimento al secondo requisito, in cui è richiesto che l'investimento avvenga rispetto ad

---

<sup>168</sup> 15 U.S. Code § 77b (A)(1) (2018).

<sup>169</sup> C. L. BORSANI, *A common problem: Examining the Need for Common Ground in the Common Enterprise Element of the Howey Test*, *Duquesne Business Law Journal*, 2008, p. 4

<sup>170</sup> M. G. ALCSEER, *The Howey Test: A Common Ground for the Common Enterprise Theory*, *29 U.C. Davis Law Review*, 29(4), 1217-1242, 1996, p. 1223

<sup>171</sup> *Teamsters v. Daniel*, 439 U.S. 551 (1979)

un'impresa comune, sono stati individuate tre modalità per verificare il suo rispetto e sono: la comunanza orizzontale<sup>172</sup>, l'ampia comunanza verticale<sup>173</sup> e la stretta comunanza verticale<sup>174</sup>.

Per la sussistenza del terzo requisito, invece, ossia quello per cui ci deve essere l'aspettativa di un profitto, è necessario che l'opportunità fornita ai destinatari dell'offerta sia tesa ad indurre all'acquisto tramite l'enfaticizzazione della possibilità di conseguire un profitto<sup>175</sup> e, oltre a ciò, è necessario che tale profitto sia offerto sotto forma di rivalutazione del capitale o di partecipazione agli utili<sup>176</sup>.

Infine, per quanto riguarda l'ultimo requisito, ossia quello consistente nella necessaria provenienza dei profitti solamente da sforzi del promotore o da quelli di terze parti, il termine "solamente" deve essere interpretato in maniera meno stringente rispetto all'accezione data nel caso SEC v. Howey. Ad oggi, infatti, l'interpretazione maggioritaria ritiene che tale requisito sia soddisfatto nel momento in cui gli sforzi per il conseguimento del profitto sono stati compiuti "principalmente", "in maniera rilevante" dal promotore o da terze parti<sup>177</sup>.

Essendo stato elaborato nel 1946, il Test di Howey non nasce ovviamente con il preciso scopo di verificare se una determinata offerta di crypto-attività deve essere inquadrata come un contratto d'investimento. Nonostante questo, però, l'efficacia e la facilità con cui da tale test si desume la sussistenza di un contratto d'investimento, ha spinto gran parte della dottrina a verificare la sua compatibilità con il fenomeno Crypto e in relazione a ciò, sono state stati ipotizzati i necessari e giusti adattamenti al fine di rendere tale test correttamente ed efficacemente applicabile a tale fenomeno.

Per quanto riguarda il requisito che richiede un investimento di denaro, la dottrina è pacifica nel ritenerlo perfettamente applicabile, senza necessità di adattamenti, al fenomeno dell'offerta al pubblico di crypto-attività. Nel momento in cui un investitore decide di aderire ad una ICO, infatti, egli decide di investire del denaro *fiat* oppure una criptovaluta già

---

<sup>172</sup> Comunanza orizzontale: ai fini della sussistenza del requisito dell'investimento in un'impresa comune è richiesto che il legame delle fortune di ogni singolo investitore con le fortune degli altri investitori attraverso la messa in comune dei beni, di solito combinata con la distribuzione pro-rata dei profitti.

<sup>173</sup> Ampia comunanza verticale: ai fini della sussistenza del requisito dell'investimento in un'impresa comune è richiesto che richiede che le fortune degli investitori siano le stesse dei promotori

<sup>174</sup> Stretta comunanza verticale: si concentra solo sulla relazione tra il promotore e il gruppo di investitori e utilizzando tale criterio, ai fini della sussistenza del requisito dell'investimento in un'impresa comune è richiesto che le fortune degli investitori devono essere collegate con gli sforzi dei promotori.

<sup>175</sup> B. V. ADRICHEM, *Howey should be distributing new crypto currencies: applying the Howey Test to mining, airdropping, forking and initial coin offering*, 2019, p. 402

<sup>176</sup> SEC v. Forman, et al., United States District Court, District of Massachusetts, Civil Action No.: 07-11151 (RWZ)

<sup>177</sup> Arnold v. Life Partners, Inc., 416 S.W.3d 577, 587 (Tex. App. 2013)

detenuta, al fine di sottoscrivere uno o più *token* di nuova emissione. Il primo requisito, quindi, può dirsi facilmente applicabile alle ICO di cripto-attività<sup>178</sup>.

Per quanto concerne il requisito dell'investimento di denaro in un'impresa comune, anche qui grosse problematiche non sussistono con riferimento alle ICO di cripto-attività. Anche in tali offerte, infatti, al pari di ciò che avviene anche al di fuori del mondo Crypto, gli investitori conferiscono i loro fondi al promotore in cambio della sottoscrizione di *token* di nuova emissione; per tale ragione, quindi, anche qui grosse forme di adattamento non risultano necessarie<sup>179</sup>. L'unico aspetto di tale requisito che può risultare non pienamente calzante, è quello relativo al il concetto di impresa. Nelle offerte al pubblico consistenti in Initial Public Offering (IPO) l'emittente nella maggior parte delle volte è un operatore economico già affermato e in forte crescita. Nelle ICO, invece, non sempre ma il più delle volte, le offerte sono lanciate da promotori che intendono sviluppare un progetto imprenditoriale in una fase prettamente embrionale, in cui un'impresa vera e propria non sempre esiste. Utilizzando però un'accezione più ampia e parlando piuttosto che di impresa di emittente, il requisito dell'investimento in un'impresa comune appare facilmente applicabile.

Particolari problemi, invece, sussistono in relazione al terzo e quarto requisito del Test di Howey, ossia quello che richiede la sussistenza di un'aspettativa di profitto e quello secondo cui è necessario che il profitto derivi "principalmente" dallo sforzo del promotore o di terzi. I problemi riguardano tendenzialmente la difficile verifica circa la sussistenza di tali elementi nelle cripto-attività, questo in virtù delle loro caratteristiche e del fatto che nascono e vengono trasferite su tecnologie DLT. Per ovviare a ciò, la dottrina ha elaborato due adattamenti che garantiscono di verificare se effettivamente c'è un'aspettativa di profitto e se tale profitto derivi principalmente dallo sforzo del promotore o di terzi.

Per quanto concerne la sussistenza di un'aspettativa di profitto, la dottrina ha elaborato il c.d. *substantial step test*, che chiarisce se l'aspettativa dell'investitore, sulla base di come ha strutturato l'ICO il promotore, è di investimento oppure di consumo. Al fine di chiarire ciò, infatti, si deve cercare di rispondere alla seguente domanda: "*i promotori stanno compiendo passi sostanziali e in buona fede verso il completamento di un progetto che ritengono possa essere utilizzato dagli utenti del token al di là del valore di rivendita o del reddito economico?*"; in caso di risposta affermativa, allora l'emittente è coinvolto nello sviluppo di

---

<sup>178</sup> B. VAN ADRICHEM, *Howey should be distributing new cryptocurrencies: applying the Howey Test to mining, forking, and Initial Coin Offerings*, The Columbia Science & Technology Law Review, 2019, p. 400

<sup>179</sup> *Ibid.* p. 401

un progetto per la fornitura di beni e servizi utilizzabili dai sottoscrittori del *token* e per tale ragione, in questi ultimi deve necessariamente riscontrarvi un'aspettativa di consumo e non di profitto, il che comporta che il *token* non può essere qualificato come valore mobiliare. Di contro, se lo sviluppo di tale progetto non viene riscontrato, vorrà dire che l'aspettativa sarà di profitto, dato che non c'è lo sviluppo di un progetto per la fornitura di beni e servizi e quindi la volontà di sottoscrizione da parte degli investitori è strettamente legata al profitto di natura finanziaria che potrà essere conseguita in caso di rivalutazione e futura rivendita del *token*<sup>180</sup>.

Tale soluzione applicativa, ha due pregi fondamentali: in primis risolve in maniera efficace il problema di valutare la sussistenza dell'elemento dell'aspettativa di profitto, la cui identificazione non risulta sempre agevole, dato che è un elemento che intrinsecamente richiederebbe un'analisi della posizione e dell'elemento soggettivo degli investitori e quindi non risulterebbe facilmente identificabile *ex ante* da parte degli emittenti nell'identificazione della disciplina che deve essere applicata alla loro ICO.

In secondo luogo, un ulteriore elemento positivo di tale test consiste nella sua perfetta applicabilità rispetto alla tassonomia di *token* elaborata dalla dottrina, in base al quale sono identificabili gli *utility token*, *payment token* e *security token*, e questo rileva soprattutto in relazione alla corretta qualificazione dei c.d. *token ibridi* che presentano elementi tipici sia degli *utility tokens* che dei *security tokens*. Il particolare punto di vista con cui il *substantial steps test* valuta la sussistenza dell'elemento dell'aspettativa di un rendimento garantisce di distinguere in maniera corretta i *token* che devono essere qualificati come *utility tokens* e quelli che devono essere invece qualificati come *security*. Quest'aspetto è di fondamentale importanza anche in chiave comparatistica, dato che potrebbe tornare molto utile al legislatore europeo per distinguere correttamente i *token* che, qualificandosi come *utility*, devono essere assoggettati alla disciplina del Regolamento MiCA, da quelli invece che devono essere qualificati come *security* (quindi come strumenti finanziari) e rientrare nella disciplina dettata in materia finanziaria.

L'unico punto critico del *substantial steps test* è quello secondo cui esso si concentra esclusivamente sul momento dell'emissione del *token* e non riesce ad intervenire nell'eventualità in cui un "non titolo" diventi un titolo successivamente all'emissione. Basti pensare all'eventualità in cui l'emittente, dopo aver promesso lo sviluppo di un progetto per

---

<sup>180</sup> M. T. HENDERSON, M. RASKIN, *A regulatory classification of digital assets: toward an operational Howey Test for cryptocurrency, ICOs, and other digital assets*, Columbia Business Law Review, 2019, p. 483

la fornitura di beni e servizi, modifica più o meno parzialmente il suo progetto, non garantendo più lo sviluppo dello stesso in base a quanto descritto all'interno del *White Paper*. Per risolvere tale situazione, l'autorità di regolamentazione deve assicurarsi che il promotore rimanga conforme a quanto promesso, continuando a compiere quei passi sostanziali verso la creazione di un progetto utile. Si possono immaginare molti modi in cui si potrebbe misurare la continua conformità del comportamento dell'emittente. Le autorità di regolamentazione potrebbero, per esempio, richiedere aggiornamenti periodici, attraverso dichiarazioni giurate dei promotori depositate periodicamente oppure potrebbero esercitare un controllo costante sull'attività svolta dall'emittente anche dopo che l'offerta al pubblico si è conclusa. In questo modo si garantisce che un *token* non qualificato come *security* al momento dell'emissione venga successivamente qualificato come tale ai fini della disciplina applicabile in caso di mutamento della tipologia di aspettativa in capo all'investitore.

Per quanto concerne, invece, il quarto elemento del Test di Howey, ossia quello che richiede che il profitto derivi "principalmente" dallo sforzo del promotore o di terzi, la difficoltà applicativa concerne il fatto che la tecnologia DLT su cui si basano le cripto-attività rende non facile l'identificazione della sussistenza dello sforzo del promotore o di terzi.

Per ovviare a questo problema applicativo, in base all'opinione di Hinman e della SEC<sup>181</sup>, esso risulta rispettato se la rete su cui funziona il *token* non è sufficientemente decentralizzata. Ma cosa si intende per sufficientemente decentralizzata? Secondo parte della dottrina, la modalità con cui è possibile verificare se effettivamente il *token* è sufficientemente decentralizzato è il c.d. *Bahamas Test*. Il *Bahamas Test* si chiede: in caso di emissione di *token*, c'è un contratto esplicito o implicito per la costruzione e la gestione di un *software* tale che se ci fosse una violazione di tale contratto il progetto fallirebbe? Se non c'è una vendita di questo tipo e non sussiste un'obbligazione simile, allora non è configurabile uno sforzo del promotore o di terzi per la realizzazione del profitto atteso, quindi il *token* non costituisce un *security*. Se invece tale contratto è identificabile, allora è configurabile uno sforzo del promotore o di terzi da cui deriva il profitto atteso. In altre parole, il test cerca di rispondere alla seguente domanda: "*se i promotori dell'offerta fuggissero alle Bahamas o non si presentassero più al lavoro, come Satoshi Nakamoto, il progetto sarebbe ancora in grado di esistere?*". In caso di risposta affermativa a tale domanda, allora il *token* è sufficientemente decentralizzato e quindi non è riscontrabile la derivazione del profitto "principalmente" dallo sforzo dei promotori o di terzi e, quindi, il

---

<sup>181</sup> SEC. & EXCHANGE COMMISSION, *Framework for "Investment Contract Analysis of Digital Assets*, U.S

*token* non può essere qualificato come *security*. In caso, invece, di risposta negativa a tale domanda, quindi in caso di mancato superamento del *Bahamas Test*, allora è certamente configurabile uno sforzo principalmente compiuto dal promotore o da terzi da cui deriva direttamente il profitto<sup>182</sup>.

L'utilità di tale test può essere riscontrata innanzitutto in relazione al fatto che, al pari del *substantial steps test*, si adatta perfettamente alla tassonomia di *token* delineato in dottrina, dato che riesce a valutare la qualificazione giuridica dei *token* sulla base delle caratteristiche che contraddistinguono *payment*, *utility* e *security tokens* e per tale ragione riesce a distinguere nettamente i *token* che, presentando elementi tipici dei *payment token*, non devono rientrare nell'ambito di applicazione del Security Act da quei *token* invece che, non superando tale test perché non sufficientemente decentralizzati, devono essere considerati alla stregua di un *security*.

Oltre a ciò, va considerato anche il fatto che i primi tre requisiti del Test di Howey riescono chiaramente a distinguere i *token* da qualificare come *utility* da quelli qualificabili come *security*. Allo stesso tempo però, essi non riescono in maniera corretta ad escludere i c.d. *payment tokens*, dato che prevedono, al fine della qualifica come *security*, un investimento di denaro, in un'impresa o progetto comune e la presenza di un'aspettativa che prevalentemente si qualifica come d'investimento piuttosto che di consumo. L'impossibilità di distinguere i *payment token* risiede nel fatto che potenzialmente tali elementi possono sussistere anche in queste fattispecie e non solo nei *security token*. Con l'elemento della sufficiente decentralizzazione, quindi, si riesce a distinguere in maniera efficace le due macrocategorie di *token* che superano i primi tre step del Test di Howey, dando come risultato l'esclusione dei *payment token* e lasciando così come unica categoria rimasta riconducibile alla nozione di *security* quelli definiti in dottrina con il termine *security tokens*. La rilevanza di tale aspetto è ancora più elevata in chiave comparatistica, dato che potrebbe essere un elemento utilizzabile come scriminante per chiarire la portata dell'articolo 4 par. 3 let. b) in cui viene chiarito che le regole relative alla redazione del *White Paper* non si applicano all'offerta al pubblico di cripto-attività che “è creata automaticamente a titolo di ricompensa per il mantenimento del registro distribuito o la convalida delle operazioni”, che consiste nel tipico schema di *mining* di bitcoin.

Al fine di comprendere la reale applicazione del Test di Howey con i suoi adattamenti alle ICO e più in generale alle offerte al pubblico di cripto-attività, utile è analizzare alcune ICO

---

<sup>182</sup> M. T. HENDERSON, M. RASKIN, *op. cit.*, pag. 461

che sono state bloccate da parte della SEC per mancata applicazione e quindi violazione delle disposizioni sancite dal *Security Act* del 1933 e dal *Security Exchange Act* del '34.

Un caso di grande importanza è quello che ha riguardato PlexCorps e i suoi fondatori, i quali sono stati oggetto di sanzioni da parte della SEC per aver promosso un'ICO non registrata che prendeva il nome di PlexCoin<sup>183</sup>. Tale ICO aveva come scopo la raccolta di capitali attraverso la vendita di *token* che vennero successivamente qualificati dalla SEC come *securities* e in conseguenza di ciò, la stessa Autorità ha contestato la mancata conformità dell'offerta alle disposizioni previste dal *Security Act*.

In soli sei mesi, gli imputati hanno raccolto 15 milioni di dollari da migliaia di investitori attraverso dichiarazioni false e ingannevoli. Esempi di informazioni false ed ingannevoli sono la promessa di un ritorno sull'investimento (ROI) del 1.354% in meno di un mese; l'affermazione con cui i promotori hanno dichiarato che il team di PlexCorps era composto da esperti del settore; quella con cui hanno precisato che la loro società era presente in diverse parti del mondo, con una sede principale a Singapore e quella con cui si motivava l'anonimato dell'identità dei dirigenti per ragioni di concorrenza e di *privacy*.

Infine, rilevanti dichiarazioni false e mendaci sono quelle relative alla destinazione dei capitali raccolti. È stato infatti promesso che i proventi dell'ICO sarebbero stati utilizzati per sviluppare altri prodotti di PlexCorps e che gli investitori avrebbero ottenuto rendimenti enormi sui loro investimenti in PlexCoin Tokens.

Oltre ad essersi rilevate completamente false tali affermazioni, gli imputati hanno sottratto oltre 200.000 dollari di fondi degli investitori per spese personali e per l'acquisto di Bitcoin. Ciò che rileva in relazione al test di Howey, non è tanto la presenza di comportamenti fraudolenti da parte dell'emittente, ma piuttosto il fatto che la SEC, in relazione a tale ICO, ha rilevato che l'oggetto dell'offerta, in base ai requisiti del Test di Howey, consisteva in *token* che doveva essere qualificato come *security*. Il che dimostra la sua efficacia nel "catturare" e ricondurre alla disciplina del *Security Act* quelle offerte che, in virtù delle caratteristiche della struttura dell'offerta e del *token*, devono necessariamente qualificarsi come *securities*. Partendo con l'analisi del caso concreto, appare evidente la sussistenza dell'elemento dell'investimento di denaro in un'impresa comune (primo e secondo requisito del Test di Howey), dato che gli investitori hanno deciso di impiegare del capitale per sottoscrivere i token chiamati PlexCoin Tokens ed emessi dall'impresa PlexCorp. Appare

---

<sup>183</sup> United States District Court Eastern District of New York, *SEC v. PlexCorps*, [n. 24079/2018], 17- cv- 07007

poi evidente, la sussistenza anche del terzo elemento, ossia quello che richiede la sussistenza di un'aspettativa di profitto piuttosto che un'aspettativa di consumo, dato che in primo luogo vi è l'espressa promessa da parte degli emittenti circa il conseguimento di un ROI del 1.354% in meno di un mese e in secondo luogo per il fatto che, in base al *substantial steps test*, i promotori non hanno compiuto, successivamente all'ICO, progressi sostanziali verso il completamento di un progetto utilizzabile dagli utenti del *token* al di là del valore di rivendita o del reddito economico. Questo perchè, come detto, il principale vantaggio che viene promesso ai sottoscrittori consisteva nel ritorno sull'investimento. Per quanto concerne, infine, l'ultimo elemento del Test di Howey, ossia quello che richiede che il profitto atteso derivi principalmente dallo sforzo dei promotori o di terzi, esso risulta pienamente soddisfatto se si verifica la sua sussistenza mediante il già analizzato *Bahamas Test* e questo sostanzialmente per il fatto che il *token* non è sufficientemente decentralizzato dato che sono facilmente identificabili gli emittenti del *token* e gli sviluppatori dell'eventuale progetto e d'altra parte per il fatto che in caso di completa inerzia dei promotori, la promessa consistente nel ritorno sull'investimento non possa essere adempiuta.

Un altro importante caso che ha coinvolto la SEC e che rileva ai fini della verifica circa l'efficacia degli elementi del test di Howey è quello che ha coinvolto REcoin<sup>184</sup>, una società che nel 2017 ha lanciato una ICO con cui prometteva ai sottoscrittori l'utilizzo dei capitali raccolti in investimenti immobiliari e in diamanti e la successiva distribuzione dei proventi, garantendo un rendimento del 10-15%.

Al di là dei comportamenti fraudolenti rilevati dalla SEC che hanno contribuito al blocco dell'offerta al pubblico, la stessa Autorità ha contestato la mancata applicazione delle disposizioni dettate in materia finanziaria in virtù della qualificazione dell'offerta come contratto d'investimento. Andando a verificare la sussistenza di tutti gli elementi tipici del *test* di Howey, appare evidente la presenza dell'elemento dell'investimento di denaro in un'impresa comune, dato che gli investitori sottoscrivevano i *token* di nuova emissione pagandoli con altre Criptovalute o monete *fiat* e per il fatto che era ben identificabile la società verso cui l'investimento era diretto (REcoin). Per quanto concerne l'elemento dell'aspettativa di un profitto, applicando il *substantial steps test* appare chiara la sua predominanza rispetto ad un'assente aspettativa di consumo, dato che il principale vantaggio promesso da REcoin consisteva in un ritorno pari al 10-15% sull'investimento iniziale. Per

---

<sup>184</sup> United States District Court Eastern District of New York, *SEC v. ReCoin* [n.24081/2017], 17-cv- 05725

quanto concerne invece l'ultimo elemento, ossia quello che richiede che il profitto atteso derivi principalmente dallo sforzo del promotore o di terzi, anche qui, come nel caso di prima, risulta pienamente soddisfatto se si verifica la sua sussistenza mediante il *Bahamas Test* e questo sostanzialmente per il fatto che in primis il *token* non è sufficientemente decentralizzato dato che sono facilmente identificabili gli emittenti e in secondo luogo per il fatto che in caso di completa inerzia dei promotori, la promessa consistente nel ritorno sull'investimento non potrebbe essere di fatto realizzata.

Da questi casi concreti, quindi, si può giungere alla conclusione secondo cui gli elementi del test di Howey, se pur con necessari adattamenti, sono perfettamente in grado di individuare quelle offerte di *tokens* che presentano tutte le caratteristiche per dover essere assoggettate alla disciplina dettata in materia finanziaria<sup>185</sup>. In virtù di ciò, quindi, la sua struttura e il suo funzionamento dovrebbe essere attentamente considerata da parte del legislatore europeo al fine di fornire una soluzione concreta, pratica ed efficace al problema della qualificazione giuridica delle cripto-attività.

## **5.2. La commodity Futures Trading Commission (CFTC) e la sua posizione rispetto a bitcoin e le altre Criptovalute**

Come detto in precedenza, un ruolo importante in tema di regolamentazione e supervisione sul fenomeno cripto negli Stati Uniti lo hanno ricoperto le Autorità di vigilanza. Dopo aver analizzato la posizione della SEC in tema di ICOs di cripto-attività, un discorso a parte va fatto in relazione alla posizione assunta dalla Commodity Future Trading Commission (CFTC) rispetto a bitcoin.

La CFTC è un'Autorità di regolamentazione istituita nel 1974 storicamente coinvolta nella supervisione dei mercati delle materie prime e dei prodotti che sono strettamente collegati alle stesse come i future, gli swap over-the-counter, è autorizzata a regolamentare le "materie prime" ai sensi del *Commodity Exchange Act* (CEA) e ha giurisdizione al fine di prevenire le manipolazioni dei prezzi o qualsiasi altra pratica idonea a minare l'integrità del mercato perseguendo il generale obiettivo di proteggere tutti gli attori del mercato da possibili comportamenti fraudolenti o altre pratiche di vendita abusive<sup>186</sup>.

Con riferimento all'atteggiamento adottato dalla CFTC in relazione a bitcoin, già nel 2014 si è iniziato a discutere circa la riconducibilità delle Criptovalute e del bitcoin alla categoria

---

<sup>185</sup> A. K. BRAEDEN, *Regulating the Future of Finance and Money: A Rational U.S. Regulatory Approach to Maximizing the Value of Crypto-Assets and Blockchain Systems*, 2018, p. 19

<sup>186</sup> B. BORN, *International Regulatory Responses to Derivatives Crises: The Role of the U.S. Commodity Futures Trading Commission*, 2001, p. 608

delle *commodities*, emblematica in tal senso è la dichiarazione rilasciata da Bart Chilton Commissario della CFTC in cui ha annunciato che, se il bitcoin viene negoziato come *future delivery*, allora rientrerà nell'alveo di beni e transazioni sottoposte alla supervisione della CFTC<sup>187</sup>. Nel 2015 però, vi è il vero e proprio riconoscimento da parte della stessa autorità circa la qualificazione come *commodity*, infatti, in un'azione esecutiva la CFTC ha stabilito che, in base al Commodity Exchange Act il bitcoin e le altre valute virtuali devono essere considerate come una *commodity*<sup>188</sup>. Dove con *commodity* ci si riferisce alle materie prime, ossia quella particolare categoria di beni scambiata sul mercato senza differenze qualitative. Si tratta, in sostanza, di beni cosiddetti fungibili e con ciò sostituibili nella soddisfazione del bisogno cui sono collegati, indipendentemente da chi li produce<sup>189</sup>.

In relazione alla già menzionata azione esecutiva con cui le criptovalute sono state ricondotte al concetto di *commodity*, la CFTC ha altresì stabilito che persone che creano una piattaforma per l'acquisto e la vendita di opzioni su bitcoin stanno di fatto gestendo una struttura per la negoziazione o l'elaborazione di *swap* senza essere registrate come *swap execution facility*. Nel fare ciò, la CFTC ha applicato l'ampia definizione di *commodity* contenuta nel CEA e ha ritenuto che la stessa includa il Bitcoin e le altre tipologie di Criptovalute che presentano elementi simili<sup>190</sup>.

Da evidenziare, infine, che la posizione assunta nell'azione esecutiva del 2015 è stata poi confermata dalla stessa CFTC con il documento rilasciato nel 2017 concernente proprio le valute virtuali, in cui l'Autorità ha affermato che qualora una valuta virtuale dovesse assolvere alle funzioni di unità di conto e riserva di valore, pur in assenza dello status legale di moneta, verrà trattata dalla CFTC come una *commodity* ai fini dell'applicazione del Commodity Exchange Act.

### **5.3. Conclusioni in merito alla regolamentazione statunitense**

In virtù di quanto analizzato circa l'approccio statunitense emerge con chiarezza l'attenzione che viene riservata al fenomeno delle cripto-attività. Se pur con una iniziale riluttanza e scarsa considerazione del fenomeno sia da parte del legislatore che dei più importanti *player* del mondo finanziario, negli Stati Uniti si è iniziato a riconoscere la rilevanza di tale fenomeno e

---

<sup>187</sup> N. D. SWARTZ, *Bursting the Bitcoin Bubble: The Case To Regulate Digital Currency as a Security of Commodity*, 2014, p. 334

<sup>188</sup> In the Matter of: Coinflip, Inc., d/b/a Derivabit, and Francisco Riordan, CFTC Docket No. 15-29

<sup>189</sup> Borsa Italiana, *Commodity: cosa sono e come vengono negoziate*, 2019, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/commodity.htm>

<sup>190</sup> D. LUCKING, V. ARAVIND, *Cryptocurrency as a commodity: The CFTC's regulatory framework*, 2019 p. 2

ci si sta muovendo nella direzione che porterà ad un assetto regolamentare idoneo a garantire una crescita virtuosa del mercato pur garantendo al contempo la tutela degli interessi degli investitori.

Con riferimento alla regolamentazione comunitaria ed interna, l'approccio adottato dal Legislatore statunitense, a causa dell'attuale assenza di una regolamentazione ad *hoc*, non rileva ai fini della specifica modalità con cui andare a regolare tali nuovi asset; in relazione a ciò, infatti, forse la regolamentazione comunitaria si trova leggermente avanti, in virtù proprio dell'imminente entrata in vigore del nuovo Regolamento MiCA. Ciò che però potrebbe tornare utile al Legislatore europeo e che potrebbe costituire una utile guida, è il lavoro portato avanti dalla SEC circa la qualificazione giuridica delle cripto-attività e delle offerte al pubblico. Nonostante questo problema verrà meglio analizzato nel capitolo successivo, l'assetto regolamentare apportato dal MiCA dovrà, in sede applicativa, affrontare il problema di non poco conto relativo al suo ambito di applicazione e in particolare, con riferimento agli strumenti finanziari, centrale sarà chiarire quando un *token* (e in particolare quelli ibridi) sarà considerato come uno strumento finanziario e quindi rientrante nell'ambito di applicazione della disciplina dei servizi finanziari e quando, invece, non qualificandosi come tale, dovrà essere sottoposto alle regole del Regolamento MiCA. In relazione a tale problema, si possono trarre importanti spunti dal lavoro svolto dalla SEC e dalla dottrina in relazione ai criteri che devono essere utilizzati per qualificare correttamente un *token* dal punto di vista giuridico.

I requisiti del Test di Howey, infatti, mettono in luce correttamente le caratteristiche e gli elementi rilevanti al fine di una corretta qualificazione di un asset. Considerando poi le proposte elaborate dalla dottrina per il suo adattamento alle cripto-attività, il suo utilizzo può costituire una vera e propria svolta in relazione al problema della corretta qualificazione di un *token* che, pur presentando elementi tipici sia dei *security token* che degli *utility* e *payment token*, deve essere considerato uno strumento finanziario. L'elemento della sufficiente decentralizzazione e il relativo *Bahamas Test*, infatti, permette di distinguere correttamente i *payment token* dai *security token*<sup>191</sup>; mentre il *Substantial Steps Test*, con cui si va a verificare se i promotori stanno sviluppando o promettono di sviluppare un progetto che garantirà agli investitori la possibilità di usufruire di beni e servizi mediante l'utilizzo del *token* sottoscritto, permette chiaramente di definire la tipologia di aspettativa che viene creata in capo agli investitori da parte degli emittenti mediante il lancio dell'ICO, garantendo così di chiarire se

---

<sup>191</sup> A. VERSTEIN, *Crypto Assets and Insider Trading Law's Domain*, 2019, p. 19

l'aspettativa è di consumo o di profitto e quindi se il *token* oggetto di analisi è un *payment* o *security token*.

Per concludere, quindi, risulta importante affermare che o il legislatore interno in fase di recepimento, o direttamente il legislatore comunitario, potrebbero utilizzare gli utili spunti desumibili dall'approccio regolamentare statunitense per chiarire quando un *token* deve essere considerato alla disciplina dettata in materia finanziaria e quando invece deve essere ricondotto alla disciplina dettata dal Regolamento MiCA.

## **6. L'APPROCCIO REGOLAMENTARE SVIZZERO IN TEMA DI CRIPTO-ATTIVITA'**

### **6.1. Introduzione e principali elementi positivi della regolamentazione svizzera sulle cripto-attività**

In Svizzera c'è sempre stata una forte attenzione rispetto al fenomeno delle cripto-attività ed in generale della tecnologia DLT, che l'ha portata ad essere una delle nazioni più all'avanguardia in termini di disciplina. Disciplina sia volta a garantire un corpus normativo volto a “cancellare” il *far west* di vuoto regolamentare in modo tale da tutelare gli investitori e sia volta ad attrarre capitali e sfruttare i benefici derivanti dalla tecnologia DLT e dal mercato Cripto<sup>192</sup>.

Al pari di altre legislazioni, anche nell'esperienza svizzera è possibile riscontrare una tendenziale presenza nell'attività di regolamentazione, contemporanea a quella del legislatore, delle autorità di vigilanza, che a differenza del primo, soprattutto tramite l'emissione di documenti ed in generale tramite *soft regulation*, hanno garantito delle forme di tutela per gli investitori altrimenti totalmente assenti in virtù di una non tendenziale automaticità nell'applicazione della disciplina dettata in ambito finanziario.

Le peculiarità dell'approccio regolamentare svizzero sono molteplici: in primis l'Autorità Federale di Vigilanza sui Mercati Finanziari (FINMA), rispetto al legislatore comunitario ha adottato, nella definizione della tassonomia con cui è possibile classificare le cripto-attività, un approccio basato sul principio della prevalenza della sostanza sulla forma, in base al quale le cripto-attività sono classificate tramite il criterio della funzione economica piuttosto che sulla base della presenza o meno di un sottostante (come avviene in Europa). In relazione a

---

<sup>192</sup> M. ALLEN, *La Svizzera affronta la sfida della gentrificazione delle criptovalute*, 2021, [https://www.swissinfo.ch/ita/economia/cripto-finanza\\_la-svizzera-affronta-la-sfida-della-gentrificazione-delle-criptovalute/47018486](https://www.swissinfo.ch/ita/economia/cripto-finanza_la-svizzera-affronta-la-sfida-della-gentrificazione-delle-criptovalute/47018486)

tale classificazione, infatti, è possibile identificare quattro categorie di *token*: *payment tokens*, *utility tokens*, *asset tokens (security tokens)* e *hybrid tokens*. La peculiarità di tale tassonomia rispetto a quella basata sulla presenza di un'attività sottostante permette, in particolare alla FINMA, di superare in maniera molto più semplice l'annosa e centrale questione concernente la qualificazione giuridica delle cripto-attività e in particolare permette di chiarire in maniera molto più semplice quando un *token* deve essere considerato un titolo ai fini dell'applicazione della disciplina dettata in materia finanziaria. Tipizzando a priori in maniera chiara le caratteristiche specifiche di un *asset token* (trattato dalla FINMA come titolo) risulterà molto più semplice chiarire quando un asset digitale di nuova emissione, specialmente se *hybrid*, debba o meno essere ricondotto a tale categoria e quindi debba essere sottoposto alla disciplina dettata in materia finanziaria<sup>193</sup>.

Un ulteriore elemento positivo dell'approccio del legislatore svizzero alla disciplina delle cripto-attività consiste nel suo carattere di forte trasversalità. La Svizzera, infatti, è stata tra le prime ad adottare un compiuto intervento normativo volto ad adattare le disposizioni esistenti alle innovazioni apportate dalla tecnologia DLT. A tal proposito va segnalato come nel 2020 è stata approvata dal Parlamento una legge federale sull'adeguamento del diritto federale agli sviluppi della tecnologia di registro distribuito, in tal modo, sono state adattate in modo mirato diverse leggi federali con l'obiettivo di creare le condizioni che consentono alla Svizzera di svilupparsi come centro nevralgico e innovativo per le imprese attive nel settore della tecnologia *blockchain* (ordinanza del consiglio federale, rapporto esplicativo), pur garantendo dei presidi idonei a tutelare gli interessi dei consumatori.

Il terzo ed ultimo motivo per cui è da considerare estremamente positiva la disciplina implementata in svizzera, concerne il ruolo della FINMA. La FINMA, infatti, ha portato avanti negli anni un'importante attività di *soft regulation* con particolare riferimento alla disciplina e al trattamento giuridico delle ICO e delle relative cripto-attività, in virtù della loro forte somiglianza con le *Initial Public Offering* disciplinate dalla regolamentazione finanziaria. Tale attività di *soft regulation* è culminata, come si vedrà nel prossimo paragrafo, nelle linee guida pubblicate nel 2018<sup>194</sup> che forniscono indicazioni chiare agli operatori circa la disciplina applicabile all'ICO lanciata.

In sostanza, quindi, esistono parecchi punti estremamente interessanti della regolamentazione svizzera che devono essere analizzati anche in chiave di quelli che sono i

---

<sup>193</sup> G. GITTI, M. R. MAUGERI, C. FERRARI, *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività*, 2019, p. 2

<sup>194</sup> FINMA, *Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle Initial Coin Offering (ICO)*, 2018

prossimi passi che dovranno essere compiuti in Europa. Basti pensare alla già citata questione della qualificazione giuridica delle cripto-attività oppure a quella relativa all'adattamento della disciplina interna e comunitaria relativa alla crisi d'impresa per tutte le piattaforme providers di servizi di custodia di cripto-attività oppure di *exchange*.

## 6.2. Il ruolo della FINMA

La Autorità Federale di Vigilanza sui Mercati Finanziari (FINMA) è un'Autorità indipendente che vigila sul mercato finanziario svizzero e ha poteri sovrani su banche, assicurazioni, borse valori, istituti finanziari, investimenti collettivi di capitale e intermediari assicurativi, il cui obiettivo principale perseguito consiste nella protezione dei creditori, degli investitori, degli assicurati ed in generale della garanzia di funzionalità ed integrità dell'intero sistema finanziario svizzero<sup>195</sup>.

Il lavoro svolto dalla FINMA in relazione alle cripto-attività, come detto in precedenza, può essere inquadrato in relazione a due aspetti fondamentali: il primo è quello relativo alla definizione della tassonomia delle cripto-attività esistenti e della loro relativa qualificazione giuridica; il secondo, invece, è quella relativo alla disciplina delle ICO, in relazione al quale è possibile riscontrare un approccio che in linea di massima, dal punto di vista regolamentare in senso stretto, può essere riscontrato in varie giurisdizioni ma che per alcuni aspetti è del tutto innovativo.

Per quanto riguarda l'attività svolta con riferimento alle cripto-attività in senso stretto, la FINMA si è concentrata sull'eventuale loro qualificazione alla stregua di valori mobiliari. Nel compiere tale analisi, come detto in precedenza, l'Autorità ha adottato e accettato la classificazione maggiormente riconosciuta in dottrina, basata sulla funzione economica del *token* e in base al quale è possibile individuare le seguenti categorie: *payment*, *utility* e *security* o *asset token* ed infine, in virtù del fatto che le singole categorie non si escludono l'una con l'altra, i *token* ibridi. Per quanto concerne l'eventuale qualificazione dei *token* come valori mobiliari, la FINMA riprende la definizione contenuta nell' articolo 2 lett. b<sup>196</sup> della Legge sull'Infrastruttura Finanziaria (LInFi).

---

<sup>195</sup> FINMA, *La FINMA quale autorità di vigilanza indipendente*, <https://www.finma.ch/it/finma/la-finma-a-tutto-tondo/>

<sup>196</sup> Ai sensi dell'art 2 let. b) LInFi, i valori mobiliari sono “*le cartevalori, i diritti valori, in particolare i diritti valori semplici di cui all'articolo 973c del Codice delle obbligazioni (CO)5 e i diritti valori registrati di cui all'articolo 973d CO, nonché i derivati e i titoli contabili, sempre che siano standardizzati e idonei a essere negoziati su vasta scala*”

Partendo dall'analisi dei *payment tokens*, pur non essendoci piena concordanza tra FINMA e dottrina, la FINMA non li considera come valori mobiliari in virtù della tendenziale prevalenza dell'elemento della funzione di pagamento rispetto alla funzione d'investimento. Per quanto concerne gli *utility tokens*, la FINMA compie una distinzione. Se un determinato *token* presenta solo ed esclusivamente le caratteristiche tipiche di un *token* di utilizzo, quindi conferisce al legittimo titolare il diritto di usufruire di beni e servizi messi a disposizione dall'emittente, allora esso non dovrà essere considerato valore mobiliare, in virtù della sola presenza di un'aspettativa o elemento di consumo. D'altra parte, però, qualora un *token* dovessero presentare, oltre agli elementi tipici del *token* di utilizzo, anche elementi che comportano la sussistenza di una funzione economica di investimento, essi saranno trattati dalla FINMA come valori mobiliari<sup>197</sup>.

Per quanto riguarda, infine, la categoria dei *token* d'investimento la FINMA li tratta come valori mobiliari se presentano le seguenti caratteristiche:

- sono standardizzati; e
- possono essere soggetti a trading massivo.

Di base, quindi, in virtù di quanto stabilito dalla FINMA ai fini della qualificazione giuridica di uno specifico *token*, è necessaria un'analisi *case-by-case* volta a mettere in luce le sue caratteristiche e i diritti conferiti ai sottoscrittori. Considerando però il fatto che la stessa Autorità di *default* riconosce come valori mobiliari i *security tokens*, l'analisi *case-by-case* che deve essere condotta sulla singola cripto-attività risulta estremamente più veloce e automatica, dato che non sarà necessario verificare se la stessa presenta gli elementi tipici e le caratteristiche proprie dei valori mobiliari, ma sarà sufficiente verificare, in base alle caratteristiche riscontrate, a quale categoria della tassonomia il singolo *token* deve essere ricondotto. Se da tale analisi emerge la sua riconducibilità alla categoria dei *security token*, allora lo stesso verrà trattato come valore mobiliare.

Per quanto riguarda, invece, l'approccio della FINMA rispetto alle ICO, in assenza di una disciplina applicabile a tutte le offerte al pubblico aventi ad oggetto cripto-attività, l'autorità di vigilanza si concentra su quelle ICO che, avendo ad oggetto *token* qualificati come valori

---

<sup>197</sup> Sempre con riferimento agli *utility tokens* la FINMA nelle linee guida pubblicate nel 2018 ha espressamente chiarito che: “I *token* di utilità non saranno trattati come titoli se il loro unico scopo è quello di conferire diritti di accesso digitale a un'applicazione o a un servizio e se il *token* di utilità può effettivamente essere utilizzato in questo modo al momento dell'emissione. In questi casi, la funzione sottostante è quella di concedere i diritti di accesso e manca il collegamento con i mercati dei capitali, che è una caratteristica tipica dei titoli. Se un *utility token* ha anche o solo uno scopo di investimento al momento dell'emissione, la FINMA tratterà tali *token* come titoli (cioè allo stesso modo degli *asset token*)”

mobiliari, devono sottostare alle regole previste dalle leggi sui mercati finanziari e sulle offerte al pubblico di strumenti finanziari.

In relazione a tali ICO l'interesse della FINMA è quindi quello di garantire che la disciplina applicata ad una normale offerta al pubblico avente ad oggetto valori mobiliari sia applicata anche a tali ICO. Ed è qui che si riscontra l'elemento innovativo dell'approccio svizzero, infatti, considerando la forte incertezza che sussiste tra gli emittenti circa la qualificazione giuridica del *token* oggetto della propria ICO, la FINMA ha previsto la possibilità per gli emittenti di richiedere alla stessa autorità l'emanazione di un parere circa la corretta qualificazione che deve essere data al loro *token* mediante l'invio da parte dell'emittente, di un documento recante tutte le informazioni che l'Autorità ritiene necessaria al fine del rilascio di una corretta valutazione. In relazione a ciò, la FINMA ha pubblicato nel 2018 Guida contenente un elenco di informazioni che devono essere incluse e trasmesse da parte dell'emittente alla stessa Autorità in modo da ricevere tale parere. Le informazioni che devono essere fornite possono essere raggruppate nelle seguenti categorie:

- informazioni generali riguardanti il progetto, la società emittente e le persone coinvolte nel progetto;
- descrizione del progetto: obiettivi perseguiti, a quali investitori l'ICO è destinata, pianificazione del progetto, eventuale sussistenza di limitazioni in relazione alla tipologia di investitori, indicazione sulla tecnologia DLT utilizzata e quali monete *fiat* o criptovalute possono essere utilizzate per la sottoscrizione dell'offerta;
- informazioni riguardanti il *token*: devono essere fornite indicazioni circa le funzioni e i diritti conferiti dal *token*, il momento a partire dal quale tali *token* saranno utilizzabili, il numero di *token* che si intende emettere e l'indicazione circa l'eventuale coinvolgimento di un intermediario finanziario;
- devono essere fornite informazioni circa il trasferimento dei *token* e circa l'eventuale commercializzazione sul mercato secondario; in relazione a ciò, quindi, dovranno essere fornite indicazioni circa le eventuali limitazioni alla circolazione che l'emittente intende costituire e l'eventuale potere/dovere dell'emittente di riacquistare il *token* dall'investitore dopo un determinato intervallo di tempo.

Da tali considerazioni emerge un'effettiva partecipazione proattiva della FINMA, non circoscritta alla sola determinazione dei criteri che determinano l'assoggettamento di una ICO alle regole sancite per l'offerta al pubblico di valore mobiliari ma che si estende fino a fornire un vero e proprio supporto esterno per gli emittenti, i quali possono consultare

l'autorità al fine di avere una ben chiara idea su quale debba essere la disciplina applicabile alla loro offerta<sup>198</sup>.

Questa funzione assolta dalla FINMA potrebbe essere presa come spunto da parte del legislatore interno in relazione all'attività della Consob. La Consob, infatti, nel momento in cui verrà meglio definito da parte del legislatore europeo la questione circa quando un determinato *token* deve essere considerato come uno strumento finanziario, potrebbe ricoprire un ruolo di interlocutore o in un certo senso di “consulente” degli emittenti, i quali, sottoponendo all'autorità di vigilanza un documento contenente tutte le informazioni relative alla caratteristica dell'ICO e del *token*, potrebbe ricevere dalla stessa un parere circa la corretta disciplina che deve essere applicata. In questo modo si garantirebbe agli emittenti un utile strumento per superare quei profili di incertezza che potrebbero sussistere al momento della predisposizione dell'offerta, questo considerando anche le non poche differenze che sussistono in termini di adempimenti informativi e autorizzativi richiesti ai promotori a seconda se la disciplina applicabile alla loro offerta è quella prevista dal Regolamento MiCA oppure quella dettata dal TUF e dalla disciplina relativa ai servizi finanziari dettati a livello comunitario.

### **6.3. Gli adattamenti del diritto federale agli sviluppi della tecnologia DLT**

Come detto in precedenza, uno degli elementi che più contraddistingue in positivo l'approccio adottato dalla Svizzera nella disciplina delle cripto-attività è la sua trasversalità e completezza. Tali elementi, possono essere individuati in relazione al lavoro svolto dal legislatore nel 2020 e confluito nella legge federale che ha adattato la disciplina vigente in quei settori che sono stati, chi più chi meno, toccati e condizionati dall'avvento della tecnologia DLT e dalle cripto-attività<sup>199</sup>.

Tale intervento normativo ha come obiettivo principale, in base al documento pubblicato dal Consiglio federale svizzero, l'adeguamento “(*...*) *in modo mirato [di] diverse leggi federali esistenti, al fine di perfezionare le condizioni che consentono alla Svizzera di svilupparsi come centro di punta innovativo e sostenibile per le imprese attive nel settore delle tecnologie di registro distribuito (TRD, «distributed ledger technology») e blockchain.*”<sup>200</sup>.

---

<sup>198</sup> D. FLÜHMANN, E. STUPP, P. HSU, R. BAHAR, *Pudent legislating, Swiss-style*, 2018, p. 95.

<sup>199</sup> Legge federale sull'adeguamento del diritto federale agli sviluppi della tecnologia di registro distribuito del 25 settembre 2020

<sup>200</sup> CONSIGLIO FEDERALE SVIZZERO, Messaggio concernente la legge federale sull'adeguamento del diritto federale agli sviluppi della tecnologia di registro distribuito, 2019, p. 2

Tra le diverse disposizioni normative modificate tramite questa norma, è possibile identificare tre ambiti regolamentari in cui tale intervento è stato decisivo:

- 1) il Codice delle Obbligazioni (CO);
- 2) la legge sull'infrastruttura finanziaria;
- 3) la disciplina del diritto delle esecuzioni e del fallimento

Per quanto riguarda il Codice delle Obbligazioni, in virtù di tale adeguamento, esso oggi prevede la possibilità di iscrivere diritti valori qualificati in un registro elettronico che garantisca le funzioni dei titoli di credito, regolando altresì la loro circolazione<sup>201</sup>.

In secondo luogo, un'importante modifica è stata apportata alla legge sull'infrastruttura finanziaria, in base alla quale è stata creata una nuova categoria di autorizzazioni per i "sistemi di negoziazione TRD" (sistemi di negoziazione a registro distribuito), che possono offrire a operatori del mercato finanziario regolamentati, ma anche a clienti privati, servizi inerenti al regolamento, custodia e compensazione. In particolare, con l'introduzione del nuovo sistema di negoziazione TRD nella LInFi, in futuro i gestori patrimoniali avranno la possibilità di poter custodire i valori patrimoniali affidatigli per la gestione anche attraverso un sistema di negoziazione TRD.

Infine, l'ultimo aspetto fortemente rilevante su cui si è concentrata l'attività del legislatore federale svizzero di adeguamento del diritto federale alla tecnologia DLT, è quello relativo al diritto delle crisi d'impresa.

In caso di apertura di una procedura di fallimento nei confronti di un debitore, ai sensi dell'articolo 197 par. 1 del Debt Enforcement and Bankruptcy Act (DEBA) è stabilito che *"Tutti i beni pignorabili spettanti al debitore al momento della dichiarazione di fallimento formano, dovunque si trovino, un'unica massa destinata al comune soddisfacimento dei creditori"*. Chiaramente, al pari di quanto avviene in Italia, l'articolo 242 DEBA stabilisce che i beni detenuti dal debitore che sono soggetti ad un diritto di prelazione di un terzo non fanno parte della massa attiva soggetta a liquidazione. Tuttavia, con riferimento alle cripto-attività, non c'è consenso sul fatto che gli stessi siano soggetti al diritto di proprietà e possano quindi essere classificati come beni. Gli stessi tribunali federali non si sono ancora pronunciati in merito a tale cessione e, quindi, per eliminare i profili di incertezza in relazione all'eventuale conseguenza dell'apertura di una procedura di fallimento nei confronti di un debitore detenente cripto-attività la cui titolarità è in capo a terzi, il Consiglio

---

<sup>201</sup> M. L. PERUGINI, *L'adeguamento del Codice delle Obbligazioni svizzero agli sviluppi della tecnologia di registro distribuito (TRD)*, 2021, p. 3

federale mediante la legge di adattamento del 2020, ha introdotto un nuovo articolo 242a nel DEBA, il quale garantisce la corretta applicabilità del diritto di rivendicazione ai beni crittografici da parte del legittimo proprietario rispetto alla massa di beni del debitore soggetto a fallimento.

L'innovazione in relazione al diritto della crisi d'impresa in Svizzera, pur essendo circoscritta al diritto di rivendicazione da parte dei terzi proprietari dei beni crittografici in possesso del debitore al pari degli altri beni mobili e immobili, ha una rilevanza fondamentale in chiave comparatistica soprattutto in relazione alle modalità con cui le procedure concorsuali devono essere applicate ai vari attori coinvolti nel mercato delle cripto-attività, soprattutto con riferimento ai prestatori di servizi aventi ad oggetto cripto-attività, in virtù dell'attuale problema dei numerosi *providers* che sono stati dichiarati insolventi sia in Italia che all'estero.

Dal punto di vista del legislatore interno, infatti, l'attività del legislatore svizzero con cui ha affrontato i profili di diritto fallimentare in relazione alle cripto-attività, potrebbe costituire un importante spunto per iniziare a valutare l'eventualità e la modalità con cui le procedure concorsuali interne dovrebbero essere applicate ai providers di servizi aventi ad oggetto cripto-attività e in particolare coloro che forniscono servizi di *Wallet provider*, i quali, in virtù di tale servizio, detengono a fini di custodia cripto-attività per conto di terzi. L'oggettiva somiglianza che presenta tale servizio con quello tradizionalmente fornito dalle banche consistente nella detenzione e custodia dei capitali dei risparmiatori detenuti a titolo di deposito, potrebbe aprire un'importante discussione interna circa l'eventuale applicabilità, in luogo della procedura ordinaria della liquidazione giudiziale, di procedure speciali come la liquidazione coatta amministrativa, in modo tale da tutelare non solo il primario interesse dei creditori ad essere soddisfatti del proprio credito, ma anche i vari interessi che tradizionalmente sono coinvolti nello stato d'insolvenza di un istituto bancario, come per esempio, le importanti interconnessioni e l'eventuale e potenziale rilevanza sistemica del *provider*<sup>202</sup>.

---

<sup>202</sup> Pur essendo riferito all'attività di vigilanza sul sistema finanziario, il Report de Larosière evidenzia la necessità di andare a trattare con un quadro normativo uniforme e funzionale le crisi che possono colpire gli istituti finanziari, sia prevedendo una vigilanza ex ante micro e macroprudenziale sugli stessi e sia con la previsione di strumenti adeguati alla trattazione delle crisi. A tal proposito, merita evidenziare la Raccomandazione 13 del Report de Larosière: “*The Group calls for a coherent and workable regulatory framework for crisis management in the EU: (i) without pre-judging the intervention in future individual cases of distressed financial institutions, a transparent and clear framework for managing crises should be developed; (ii) all relevant authorities in the EU should be equipped with appropriate and equivalent crisis prevention and crisis intervention tools; (iii) legal obstacles which stand in the way of using these tools in a cross-border context should be removed, with adequate measures to be adopted at EU level.*”

In caso di applicazione della liquidazione coatta amministrativa potenzialmente si garantirebbe la trattazione in maniera efficace dello stato d'insolvenza di quei *providers* che, in virtù dei servizi offerti e delle loro dimensioni, possono avere una rilevanza sistemica ed una interconnessione con il sistema finanziario, rilevante ai sensi della disciplina della vigilanza macro e micro-prudenziale disciplinata a livello comunitario per le banche e gli istituti finanziari di modo da evitare crisi sistemiche dell'intero sistema finanziario.

#### **6.4. Conclusioni: utilità per il legislatore interno**

Come visto, in Svizzera il Legislatore e le varie autorità di vigilanza si sono mosse tempestivamente e in maniera non circoscritta nel disciplinare la tecnologia DLT, le cripto-attività e tutti gli aspetti che ne derivano. In generale è possibile analizzare l'intervento in una duplice chiave, da una parte vi è l'attività svolta dal Legislatore federale con cui è andato ad adattare tutte le disposizioni regolamentari che hanno subito, in maniera diretta o indiretta, un'influenza in relazione all'avvento della tecnologia DLT. Questo intervento risulta indubbiamente apprezzabile dal punto di vista interno, in quanto un adeguamento sistematico e completo del quadro normativo esistente consentirebbe, da un lato, di garantire una tutela adeguata degli interessi di tutti gli attori coinvolti in questo mercato (in particolare i piccoli investitori). In relazione a ciò, infatti, si possono facilmente immaginare i benefici in termini di tutela degli investitori che deriverebbero dall'adeguamento delle norme interne riguardo alle crisi d'impresa e al diritto dei detentori di cripto-attività di richiedere l'esclusione dei propri *token* dal patrimonio soggetto a liquidazione. D'altra parte, tale adeguamento consentirebbe uno sviluppo corretto e virtuoso di questa tecnologia, garantendo un appropriato sfruttamento dei benefici intrinseci della tecnologia DLT.

Oltre all'intervento del legislatore federale, ai fini comparatistici di rilievo fondamentale è l'attività svolta dalla FINMA, che come visto, oltre a definire i criteri e le condizioni che determinano la riconduzione di un *token* alla categoria di valore mobiliare, svolge una funzione per così dire consultiva e di supporto per gli emittenti, che si sostanzia in un parere in merito alla qualificazione del *token* oggetto dell'ICO che l'emittente intende lanciare, basato su un documento illustrativo delle caratteristiche dell'offerta e del *token* sottoposto al vaglio dell'Autorità da parte dell'emittente stesso. In questo modo, grazie appunto a tale parere *ex ante*, si garantirebbe una certezza ulteriore agli emittenti circa la disciplina applicabile evitando così il rischio di incorrere in sanzioni o limitazioni della propria offerta una volta lanciata.

L'attenzione che deve essere posta su tale disciplina in chiave interna riguarda l'eventuale ruolo della Consob, la quale, al di là dell'esercizio dei poteri di controllo attribuitigli dalla MiFID II e dal MiCAR, potrebbe essere proprio quello di interlocutore che fornisce un parere *ex ante* agli emittenti circa la qualificazione dei loro *token*. Parere emesso sulla base di un questionario contenente domande in merito alle caratteristiche de *token* e volto a verificare se sussistono gli elementi che comportano la sua riconducibilità alla categoria degli strumenti finanziari.

## 7. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Dall'analisi delle varie discipline implementate dai vari Stati, emergono importanti differenze nelle scelte adottate. Nonostante questo, però, si possono altresì identificare numerose connessioni ed elementi in comune, soprattutto per quanto riguarda gli obiettivi perseguiti. In relazione a questo aspetto, infatti, sono individuabili due denominatori comuni nello scopo ultimo perseguito dai vari legislatori nazionali. In primo luogo, vi è una forte considerazione dell'elemento della tutela degli interessi degli investitori, il cui perseguimento, è considerato di fondamentale importanza al fine di ritenere accettabile una determinata disciplina relativa alle cripto-attività. In secondo luogo, poi, si riconosce l'importanza di ponderare tale interesse con quello concernente la volontà di fissare una disciplina che sia rispettosa del principio di neutralità tecnologica e che comunque, pur garantendo una corretta tutela della posizione degli investitori, non sia gravosa a tal punto da bloccare la crescita e lo sviluppo di tale tecnologia e di tale mercato.

Esempi di questa ricercata ponderazione, sono le discipline implementate rispettivamente dal legislatore maltese e da quello svizzero, i quali, pur fissando importanti obblighi in capo ai *providers* e agli emittenti, non assoggettano l'emissione di cripto-attività e la prestazione di servizi ad esse connesse a regole paragonabili, dal punto di vista degli adempimenti, a quelle dettate in materia finanziaria.

Il Legislatore europeo si sta muovendo in questa direzione. Anch'esso, infatti, riconosce l'importanza di dotare l'ordinamento comunitario di un assetto regolamentare per le cripto-attività che sia volto a garantire una corretta ponderazione degli interessi sopramenzionati. Costituisce un importante esempio di tale atteggiamento, il Considerando 1 del nuovo Regolamento MiCA, il quale statuisce che *“È importante garantire che gli atti legislativi dell'Unione in materia di servizi finanziari siano adeguati all'era digitale e contribuiscano a creare un'economia pronta per le sfide del futuro e al servizio delle persone, anche*

*consentendo l'uso di tecnologie innovative. L'Unione ha un interesse politico nello sviluppo e nella promozione dell'adozione di tecnologie trasformative nel settore finanziario, compresa la diffusione della tecnologia a registro distribuito (DLT). Si prevede che molte applicazioni della tecnologia a registro distribuito, compresa la tecnologia blockchain, che non sono ancora state completamente esplorate continueranno a creare nuovi tipi di attività e di modelli d'impresa che, insieme al settore stesso delle cripto-attività, porteranno a una crescita economica e a nuove opportunità di lavoro per i cittadini dell'Unione".*

Nonostante questi passi in avanti compiuti a livello comunitario, però, come si vedrà nel prossimo capitolo, numerose problematiche devono ancora essere risolte in maniera soddisfacente. Oltre a ciò, con tale nuovo Regolamento prossimo ad entrare in vigore, nasceranno numerosi quesiti in termini di applicazione della disciplina in esso contenuta. Per tale ragione uno sguardo a ciò che è già stato fatto in altri Stati, potrebbe aiutare il Legislatore interno e comunitario ad individuare le giuste soluzioni a questi problemi, garantendo così il pieno raggiungimento dell'obiettivo di ponderare l'interesse di tutela degli investitori e quello concernente la volontà di non bloccare, per quanto possibile, la crescita e lo sviluppo di tale mercato.

## **CAPITOLO III. IL REGOLAMENTO MICA: NUOVA PROSPETTIVA DI REGOLAMENTAZIONE E PROBLEMI CIRCA IL SUO AMBITO DI APPLICAZIONE**

**SOMMARIO:** 1. INTRODUZIONE. L'IMPORTANZA DI UN INTERVENTO DEL LEGISLATORE COMUNITARIO – 2. LA DISCIPLINA DEI *PROVIDERS* DI SERVIZI PER LE CRIPTO-ATTIVITA' - 2.1. Introduzione, obiettivi perseguiti e approccio del legislatore europeo - 2.2. Il regime autorizzativo - 2.3. Lo statuto normativo dei *providers* - 2.3.1. Le regole a tutela dei consumatori - 2.3.2. Regole relative all'apparato organizzativo dei *providers* - 2.4. La disciplina dei servizi - 2.4.1. Il servizio di custodia e amministrazione di cripto-attività per conto di clienti - 2.4.2. Servizi di scambio - 2.4.3. Servizi relativi alla negoziazione - 2.4.4. Servizi di consulenza e gestione del portafoglio - 2.5. Considerazioni conclusive in tema di disciplina dei *providers* – 3. LE ICOs NEL REGOLAMENTO MICA - 3.1. ICO e IPO. Elementi in comune e principali differenze - 3.2. La disciplina delle ICO di cripto-attività diverse da *token* collegati ad attività e *token* di moneta elettronica - 3.3. La disciplina delle ICO di *token* collegati ad attività e *token* di moneta elettronica - 3.4. Il ruolo delle autorità competenti – 4. QUALI SONO LE CRIPTO-ATTIVITA' RIENTRANTI NELL'AMBITO DI APPLICAZIONE DI MICA? IL PROBLEMA DELLA DEFINIZIONE IN NEGATIVO DELL'AMBITO DI APPLICAZIONE - 4.1. La rilevanza pratica del problema - 4.2. Dimenticanza o scelta del legislatore? – 5. LE LINEE GUIDA DELL'ESMA. PROFILI RILEVANTI CHE DOVREBBERO ESSERE VALUTATI DALL'AUTORITA' - 5.1. Il contenuto delle linee guida e degli standard tecnici – 6. UNA SOLUZIONE ALTERNATIVA - 6.1. Gli eventuali criteri da utilizzare - 6.2. Il contenuto dell'eventuale nuovo punto C 12) dell'Allegato I Sezione C MiFID II - 6.3. Il ruolo dell'ESMA - 6.4. Il ruolo delle autorità nazionali competenti – 7. ALCUNI CASI PRATICI - 7.1. Young Token (YNG) - 7.2. Ecoterra Token - 7.3. Binance Token - 7.4. NEXO Token - 8. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

## 1. INTRODUZIONE. L'IMPORTANZA DI UN INTERVENTO DEL LEGISLATORE COMUNITARIO

Come visto nel capitolo precedente numerosi Stati si sono attivati per regolamentare le cripto-attività e tutti gli aspetti ad esse connessi. Dal punto di vista comunitario, invece, un intervento organico e onnicomprensivo concernente una regolamentazione completa di tutti gli aspetti relativi alle cripto-attività e alla *blockchain* prima di MICA non esisteva. Gli interventi che possono essere riscontrati, infatti, hanno riguardato solamente alcune problematiche e alcuni aspetti che coinvolgono tali fattispecie, primo fra tutti il contrasto all'utilizzo di tali *asset* per finalità illecite come il finanziamento del terrorismo e il riciclaggio di denaro.

Nonostante questa parziale inerzia dal punto di vista comunitario, numerosi Stati membri hanno provveduto a regolamentare le cripto-attività, le offerte al pubblico aventi le stesse ad oggetto e i vari attori che sono coinvolti in tale mercato. Questo ha sicuramente garantito il compimento di importanti passi in avanti circa l'individuazione del corretto approccio da adottare, ma allo stesso tempo, ha aumentato le differenze regolamentari tra i vari ordinamenti e ha portato ad un netto frastagliamento degli approcci, rendendo completamente disarmonizzato il *framework* regolamentare europeo. In virtù di ciò, e soprattutto in virtù della crescente rilevanza del mercato delle cripto-attività in Europa e nel mondo, un intervento coordinato a livello comunitario è stato avvertito dalle ESAs e dalla Commissione e ciò ha portato all'approvazione del nuovo regolamento MICA.

Ma di fatto quali sono gli obiettivi e le problematiche che sono state affrontate dalla Commissione nella definizione delle regole previste da tale regolamento? In primo luogo, ha rilevato la necessità di garantire, soprattutto con riferimento all'attività degli emittenti di cripto-attività e providers di servizi, una tutela per gli investitori e consumatori<sup>203</sup>. Prima dell'introduzione di MICA, infatti, gli investitori erano privi di qualsivoglia forma di tutela sia in relazione dell'attività svolta dai *providers* di servizi, per i quali non era prevista alcuna forma di disciplina in relazione alla loro attività prestata nei confronti della clientela e sia in relazione alle offerte al pubblico di cripto-attività, per le quali non era previsto alcun onere di *disclosure* per gli emittenti nei confronti dei sottoscrittori<sup>204</sup>.

In secondo luogo, poi, in virtù del carattere fortemente transnazionale del fenomeno, una necessità unanimemente avvertita a livello comunitario consisteva nel cercare di mitigare i

---

<sup>203</sup> R. MONASTEROLO, M. G. CARUSO, *The new frontier of the EU Digital Single Market: The MICAR on the Path to the Market Capital Union*, 2021

<sup>204</sup> DEMERTZIS, MARIA, WOLFF, GUNTRAM, *The economic potential and risks of crypto assets: is a regulatory framework needed?*, Bruegel Policy Contribution, No. 2018/14, 2018, p. 11

fenomeni di arbitraggio normativo<sup>205</sup> che sono sorti e che sarebbero sorti tra Stati membri in virtù della sempre più crescente importanza di tale mercato e dei relativi *players*<sup>206</sup>.

In terzo luogo, ha rilevato la necessità di garantire una disciplina idonea a sostenere l'innovazione, a promuovere lo sviluppo di un mercato in forte crescita e a garantire certezza del diritto per i vari *players* del mercato. L'ideazione di una disciplina chiara e proporzionata ai rischi connessi a tali fattispecie, infatti, garantisce agli operatori la certezza di muoversi in un contesto normativo chiaro e certo, il che permette all'ordinamento e al contesto comunitario di essere un punto di riferimento per i vari operatori.

Infine, un importante obiettivo perseguito dal legislatore con MICA è sicuramente riscontrabile nella volontà di mitigare i rischi che possono potenzialmente nascere in relazione alla stabilità finanziaria dell'Unione<sup>207</sup>, questo sia in virtù delle forti interconnessioni che tale mercato ha con il sistema finanziario tradizionale e sia in virtù di un possibile (e altresì plausibile) ulteriore crescita del mercato delle cripto-attività nei prossimi anni<sup>208</sup>.

## **2. LA DISCIPLINA DEI PROVIDERS DI SERVIZI PER LE CRIPTO-ATTIVITA'**

### **2.1. Introduzione, obiettivi perseguiti e approccio del legislatore europeo**

Con riferimento agli obiettivi perseguiti nella definizione della disciplina contenuta in MICA relativi alla tutela degli investitori e alla volontà di definire una disciplina che risulti idonea a garantire un corretto sviluppo del mercato cripto e contestuale virtuosa crescita dell'utilizzo delle tecnologie DLT, il legislatore europeo, in virtù di un potenziale contrasto tra i due interessi, ha cercato, per quanto possibile, di garantire una corretta ponderazione tra gli stessi<sup>209</sup>. In considerazione di ciò, la disciplina introdotta si basa su alcuni presupposti fondanti, quali:

---

<sup>205</sup> C. V. GORTSOS, *The Commission's Proposal for Markets in Crypto-assets Regulation (MICAR): A brief introductory overview*, 2021, p.13

<sup>206</sup> R. AUER, S. CLAESSENS, *Regolamentazione delle criptovalute: valutazione delle reazioni dei mercati*, Rassegna trimestrale BRI, 2018, p. 15

<sup>207</sup> I. TAGLIAMONTE, *L'integrità dei mercati delle cripto-attività, tra vecchie e nuove tutele*, in Osservatorio del diritto civile e commerciale, 2022, p. 385

<sup>208</sup> L. DONATO, *Cripto-asset e banche. Rischi per la stabilità finanziaria e regolamentazione*, in Rivista Bancaria 2023

<sup>209</sup> F. CAPRIGLIONE, *Le cripto-attività tra innovazione tecnologica ed esigenze regolamentari*, in Riv. trim. dir. econ. n. 3/2022, I, 225, p. 248

- il riconoscimento di un passaporto europeo per gli emittenti di cripto-attività e per i *providers* di servizi;
- la prestazione *cross border* dei servizi per le cripto-attività sulla base di regole europee;
- il rispetto del *level playing field* per i *providers* di servizi per le cripto-attività<sup>210</sup>;
- il superamento della frammentazione del mercato unico e dei fenomeni di arbitraggio normativo<sup>211</sup>;
- il buon funzionamento del mercato delle cripto-attività.

Prima di analizzare le caratteristiche dell’approccio regolamentare adottato dal legislatore comunitario in tema di *providers* di servizi, va innanzitutto chiarito come tali *players* vengono definiti e in secondo luogo le modalità con cui si garantisce la tutela dei consumatori rispetto all’attività da loro prestata. Per quanto concerne il primo profilo, l’articolo 3 par. 1 n. 15) offre la seguente definizione: “una persona giuridica o altra impresa la cui occupazione o attività consiste nella prestazione di uno o più servizi per le cripto-attività ai clienti su base professionale e che è autorizzata a prestare servizi per le cripto-attività conformemente all’articolo 59”<sup>212</sup>. Per quanto concerne, invece, il secondo aspetto, il MiCA va a disciplinare i *providers* di servizi con regole classificabili nelle seguenti tre categorie:

- regole in tema di procedure di autorizzazione per la prestazione di servizi per le cripto-attività;
- regole relative allo statuto normativo per i prestatori di servizi;
- disciplina relativa alla prestazione dei singoli servizi.

L’approccio regolamentare adottato da MICA per la definizione delle regole applicate ai *providers* di servizi, quindi, coinvolge alcuni elementi fondamentali che garantiscono un’effettiva e corretta ponderazione dei due interessi soprammenzionati meritevoli di tutela.

---

<sup>210</sup> *level playing field* come uguaglianza di condizioni tra operatori e prestatori di servizi simili.

<sup>211</sup> causato da isolati interventi normativi da parte di legislatori nazionali di Stati membri volti a rendere il loro mercato più appetibile per i *players* internazionali.

<sup>212</sup> ai sensi del considerando 21 viene espressamente sancito che “È necessario stabilire norme specifiche per i soggetti che prestano servizi connessi alle cripto-attività. Una prima categoria di tali servizi consiste nell’assicurare la gestione di una piattaforma di negoziazione di cripto-attività, scambiare cripto-attività con fondi o altre cripto-attività, prestare custodia e amministrazione delle cripto-attività per conto dei clienti e prestare servizi di trasferimento per le cripto-attività per conto dei clienti. Una seconda categoria di tali servizi è costituita dal collocamento di cripto-attività, dalla ricezione o trasmissione di ordini di cripto-attività per conto dei clienti, dall’esecuzione di ordini di cripto-attività per conto dei clienti, dalla pre-stazione di consulenza sulle cripto-attività e dalla prestazione di servizi di gestione del portafoglio di cripto-attività. Qualsiasi persona che presti servizi per le cripto-attività a titolo professionale conformemente al presente regolamento dovrebbe essere considerata un «prestatore di servizi per le cripto-attività».”.

Il primo elemento in tal senso, è quello relativo alla presunzione di equivalenza dei servizi catalogati da MICA con quelli codificati nella direttiva MiFID II, che inizialmente traeva origine dal disposto dell'art 2 par. 6 della proposta di regolamento, il quale stabiliva delle forme di esenzione per i *providers* di servizi disciplinati dalla Direttiva MiFID II e che oggi trova espresso riferimento all'interno dell'art 60 del Regolamento recante disposizioni in tema di "Prestazione di servizi per le cripto-attività da parte di talune entità finanziarie". La presunzione di equivalenza dei servizi, in realtà non trova solo espresso riferimento all'interno dell'articolo 60, ma è altresì rinvenibile nell'intera impostazione di MICA, dato che lo stesso regolamento può essere visto come contraltare di MiFID II per il versante disciplinare delle cripto-attività, questo essenzialmente perché le regole in esso contenute si presentano come una sorta di replica di quelle definite nella Direttiva 65/2014/UE, semmai riviste con un'impronta tecnologica e innovativa dovuta al carattere fortemente innovativo delle cripto-attività<sup>213</sup>.

Strettamente collegato all'elemento della presunzione di equivalenza dei servizi e alla volontà di definire una disciplina che permetta effettivamente lo sviluppo di tale mercato senza "tagliare le ali" ai vari operatori, è quello relativo al rispetto da parte del legislatore europeo del principio di proporzionalità nella definizione delle regole applicabili ai *providers* di servizi. In virtù del riconoscimento dell'equivalenza dei servizi offerti, infatti, il legislatore struttura le regole applicabili ai *providers* considerando il fatto che molti o alcuni servizi disciplinati dal regolamento MICA possono essere svolti (e talvolta sono svolti) da *providers* già abilitati a fornire servizi disciplinati dalla Direttiva MiFID II. Per tale ragione le regole applicabili vengono tarate e strutturate anche sulla base dell'eventuale preesistente fornitura di taluni servizi da parte di alcuni prestatori, ai quali, non viene imposto l'onere di rispettare un iter completo di autorizzazione alla prestazione di servizi aventi ad oggetto cripto-attività in base alle regole di MICA.

Il principio di proporzionalità trova, poi, una piena applicazione con particolare riferimento al regime autorizzativo previsto per i vari operatori al fine di essere ammessi alla possibilità di prestare servizi per le cripto-attività nel territorio dell'Unione. In base al MICA, infatti, non è previsto un solo regime autorizzativo per tutti i prestatori, ma è prevista una procedura e delle regole generali a cui però vanno applicate le specifiche esenzioni e deroghe contenute nello stesso regolamento. È per questo motivo che non si può parlare di un'unica procedura,

---

<sup>213</sup> M. T. PARACAMPO, *La consulenza su cripto-attività nella proposta di regolamento europeo MiCA tra presunte equivalenze e distonie normative con MiFID 2*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2022

ma si deve necessariamente parlare di pluralità di regimi autorizzativi, classificabili in tre categorie principali:

- regime ordinario previsto per i prestatori su richiesta, la cui disciplina è contenuta all'interno dell'articolo 59;
- regime previsto per i prestatori di diritto europeo, accumulati dal fatto di essere *players* già operativi nella prestazione di servizi disciplinati dalla direttiva MiFID II, la cui disciplina è contenuta all'interno dell'articolo 60;
- regime (transitorio) previsto per i prestatori di diritto nazionale, categoria nata sulla scorta del disposto dell'articolo 143 in tema di misure transitorie<sup>214</sup>.

## 2.2. Il regime autorizzativo

Come detto in precedenza, ai fini del rilascio dell'autorizzazione alla prestazione di servizi, MICA non prevede una procedura unica ma struttura la sua disciplina su una procedura ordinaria prevista per i “nuovi” *providers* che si accingono per la prima volta a fornire servizi di questo tipo e delle procedure semplificate strutturate su esenzioni alla procedura ordinaria per i prestatori di servizi che già operavano come tali ai sensi della MiFID II o che erano già stati autorizzati a prestare servizi aventi ad oggetto cripto-attività secondo la normativa nazionale implementata dallo Stato membro di appartenenza prima dell'entrata in vigore di MICA.

Partendo con l'analisi della procedura ordinaria, la cui disciplina è contenuta nel Capo I del Titolo V, va preliminarmente detto che in virtù della pluralità di soggetti inclusi nel perimetro delle esenzioni, gli attori che sono materialmente soggetti a tale procedura, soprattutto nella fase iniziale dell'applicazione del regolamento, non sono molti e per tale ragione tale procedura potrebbe addirittura assumere inizialmente carattere residuale e una connotazione eccezionale.

La *ratio* di tale impostazione può essere riscontrata, come detto, in primo luogo nella volontà da parte del legislatore europeo di dare piena applicazione del principio di proporzionalità e forse in secondo luogo, nella volontà di favorire, soprattutto in questa fase iniziale, l'esercizio di tale attività da parte di *providers* già riconosciuti sul mercato, i quali, rispetto ai nuovi prestatori, sono già soggetti a discipline regolamentari ben consolidate e dotati di una struttura organizzativa idonea e solida ai fini della tutela dei consumatori<sup>215</sup>.

---

<sup>214</sup> M. T. PARACAMPO, *I prestatori di servizi per le cripto-attività. Tra mifidizzazione della MICA e tokenizzazione della MIFID*, in *Diritto dell'economia*, Giappichelli editore, Torino, 2023, p. 19

<sup>215</sup> *Ibid.* p. 21

Dal punto di vista della disciplina in senso stretto, gli adempimenti e i passaggi che devono essere rispettati e seguiti da parte dei nuovi e aspiranti *providers* sono descritti all'interno dell'art 59, il quale ricalca in larga parte quanto previsto per il settore finanziario, e quindi l'obbligo di presentare una corposa documentazione che, unitamente allo statuto normativo applicabile, risponde alla primaria esigenza di garantire all'autorità dello Stato membro a cui è conferito il potere di rilascio dell'autorizzazione, di effettuare un controllo consapevole sulla meritevolezza del *provider* in termini di affidabilità sia professionale che tecnologica. Dal punto di vista soggettivo va poi rammentato che ai sensi del paragrafo 1 sono legittimati a richiedere l'autorizzazione per la prestazione di servizi le persone giuridiche, imprese autorizzate come prestatori di servizi per le cripto-attività in conformità con l'articolo 63 oppure imprese che sono autorizzate a prestare servizi per le cripto-attività a norma dell'articolo 60, relativo proprio ai regimi di esenzione<sup>216</sup>.

Passando all'analisi del regime autorizzativo dei c.d. prestatori di diritto europeo, categoria a cui vengono ricondotti tutti i *providers* già operativi nella prestazione di servizi disciplinati dalla Direttiva MiFID II, ad essi viene applicati il primo corpus di esenzioni che rendono il processo di autorizzazione estremamente più veloce e snello e la cui disciplina è contenuta all'interno dell'articolo 60. Nonostante esse operino su più livelli e verso molteplici direzioni, sono impostate su tre linee direttrici:

- soggettive, relativo alla distinzione tra soggetti abilitati
- oggettive, presunzione di equivalenza dei servizi
- operative, in base alla quale è diversificato il numero e la tipologia informazioni da fornire all'autorità di vigilanza competente dello Stato membro

Tra i prestatori rientranti in tale categoria, è possibile identificare una scala gerarchica in base all'entità e all'ampiezza dell'esenzione prevista. Al primo posto di tale scala gerarchica sono collocati gli enti creditizi, i quali godono del maggior numero di esenzioni, dato che la possibilità di prestare servizi per le cripto-attività è subordinata alla sola trasmissione all'autorità competente dello Stato membro d'origine, almeno quaranta giorni lavorativi

---

<sup>216</sup> A tal proposito rileva anche quanto disposto dall'articolo 59 paragrafo 3, il quale statuisce che “*Ai fini del paragrafo 1, lettera a), altre imprese che non sono persone giuridiche prestano servizi per le cripto-attività se la loro forma giuridica garantisce un livello di tutela degli interessi dei terzi equivalente a quello offerto dalle persone giuridiche nonché se sono soggette a una vigilanza prudenziale equivalente adeguata alla loro forma giuridica.*”

prima della prestazione di tali servizi, delle informazioni contenute nel paragrafo 7 dell'art. 60<sup>217</sup>.

Al di sotto degli enti creditizi è possibile collocare tutti gli altri *providers* di servizi disciplinati dalla Direttiva MiFID II, ai quali di fatto è applicata la medesima procedura autorizzativa, ossia l'obbligo di comunicare le informazioni previste dal paragrafo 7 entro quaranta giorni lavorativi dall'inizio dell'effettiva prestazione del servizio, ma a differenza degli enti creditizi, la loro autorizzazione varrà esclusivamente con riferimento all'analogo servizio prestato ai sensi della MiFID II ma avente ad oggetto cripto-attività. Quindi, il *provider* depositario centrale di titoli<sup>218</sup>, potrà prestare esclusivamente il servizio di custodia e amministrazione di cripto-attività per conto dei clienti, un'impresa di investimento potrà prestare servizi per le cripto-attività equivalenti ai servizi e alle attività di investimento per cui è autorizzata a norma della direttiva 2014/65/UE; un istituto di moneta elettronica può prestare il servizio di custodia, amministrazione e trasferimento di cripto-attività per conto dei clienti (paragrafo 4); e infine, una società di gestione di un OICVM o un gestore di fondi di investimento alternativi possono prestare servizi per le cripto-attività equivalenti a servizi di gestione di portafogli di investimenti e servizi accessori per cui sono autorizzati a norma della direttiva 2009/65/CE (paragrafo 5).

Con riferimento a tali *providers*, essi potranno ovviamente ampliare il novero di servizi offerti aventi ad oggetto cripto-attività, ma in questo caso dovranno seguire l'ordinaria procedura di autorizzazione prevista dall'articolo 59.

In sostanza, il regime autorizzativo previsto per i prestatori di diritto europeo è semplificato rispetto a quello ordinario, questo sia per il fatto che, tali *providers* hanno già superato il vaglio di un'autorità competente e altresì per il fatto che, in base anche a quanto desumibile dal disposto dall'art 60 paragrafo 9<sup>219</sup>, le informazioni che sono richieste per il rilascio

---

<sup>217</sup> Ai sensi dell'articolo 60 comma 7, il *provider* deve fornire le seguenti informazioni: un programma operativo che descriva le cripto-attività che intende trattare, i luoghi e le modalità di commercializzazione dei servizi offerti; una descrizione dei meccanismi di controllo interno, il quadro di valutazione del rischio per la gestione dei rischi di riciclaggio e del piano di continuità operativa; deve poi predisporre la documentazione tecnica dei sistemi TIC, dei dispositivi di sicurezza; una descrizione della procedura per la separazione delle cripto-attività e dei fondi dei clienti; una descrizione della politica di custodia e amministrazione, qualora si intenda prestare il servizio di custodia e amministrazione delle cripto-attività per conto dei clienti; una descrizione della politica di custodia e amministrazione; una descrizione delle norme operative della piattaforma di negoziazione; una descrizione della politica commerciale non discriminatoria che disciplina il rapporto con i clienti; una prova della sussistenza dei requisiti di professionalità delle persone fisiche impiegate dallo stesso provider; l'indicazione circa la tipologia di *token* oggetto dei servizi offerti e le informazioni circa le modalità con cui i servizi saranno prestati.

<sup>218</sup> autorizzato a norma del regolamento (UE) n. 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio

<sup>219</sup> L'articolo 60 paragrafo 9 stabilisce espressamente che *"I soggetti di cui ai paragrafi da 1 a 6 non sono tenuti a presentare le informazioni di cui al paragrafo 7 che hanno precedentemente trasmesso all'autorità competente qualora tali informazioni siano identiche. Quando presentano le informazioni di cui al paragrafo*

dell'autorizzazione sono quasi tutte già state fornite all'autorità competente che ha autorizzato il *provider* a prestare il servizio finanziario già operativo<sup>220</sup>.

Infine, l'ultimo regime autorizzativo previsto da MICA è quello transitorio previsto per i *providers* di servizi per le cripto-attività che sono già operativi nel territorio dell'Unione e che hanno già superato la procedura di autorizzazione prevista dallo Stato membro d'origine prima dell'entrata in vigore del regolamento. La scelta del legislatore europeo di prevedere tale regime può essere motivata andando ad analizzare il disposto dell'articolo 143 recante misure transitorie, il quale riconosce e giustifica la coesistenza con MICA di molti regimi nazionali implementati dagli Stati membri per ovviare al preesistente vuoto normativo. All'interno di tale categoria vi rientrano principalmente i pionieri del settore, ossia coloro che operano nel mercato dei servizi per le cripto-attività già da prima dell'approvazione di MICA e che hanno passato un procedimento di autorizzazione, più o meno stringente, dettato dal legislatore interno dello Stato membro in cui essi operano.

Dal punto di vista pratico, il regime di esenzione previsto consiste nella possibilità, rilasciata allo Stato membro, di mantenere per un periodo massimo di diciotto mesi dall'effettiva entrata in vigore del regolamento (e con efficacia esclusivamente nazionale e non comunitaria), il regime autorizzativo precedentemente previsto per quei *providers* già operativi in tale Stato membro.

Oltre a ciò, ai sensi dell'art 143 paragrafo 6, viene previsto un ulteriore regime derogatorio circoscritto alla disciplina della procedura di autorizzazione prevista dagli articoli 62 e 63, in base al quale gli Stati membri possono decidere se nell'arco temporale dei diciotto mesi successivi all'entrata in vigore di MICA continuare ad applicare il regime di autorizzazione previsto dal diritto nazionale o invece applicare direttamente quello previsto dal nuovo regolamento per i nuovi *providers* che richiedono il rilascio di un'autorizzazione alla prestazione di servizi.

Tale impostazione ha sollevato non poche critiche. Da una parte si riconosce l'importanza di prevedere un sistema transitorio per garantire un'agevole applicazione delle regole previste dal nuovo regolamento, dall'altra, però, in questo modo si va a creare un sistema

---

7, i soggetti di cui ai paragrafi da 1 a 6 dichiarano espressamente che le informazioni precedentemente trasmesse sono ancora aggiornate”.

<sup>220</sup> L'articolo 60 paragrafo 9 dispone che “I soggetti di cui ai paragrafi da 1 a 6 non sono tenuti a presentare le informazioni di cui al paragrafo 7 che hanno precedentemente trasmesso all'autorità competente qualora tali informazioni siano identiche. Quando presentano le informazioni di cui al paragrafo 7, i soggetti di cui ai paragrafi da 1 a 6 dichiarano espressamente che le informazioni precedentemente trasmesse sono ancora aggiornate.”

sovrapponibile a quello ordinario, caratterizzato per essere poco trasparente in virtù del fatto che è internamente definito dallo Stato membro e, quindi, in primo luogo non è sempre garantita una piena tutela degli investitori e in secondo luogo rischia di incentivare, soprattutto considerando il fatto che sarà vigente almeno per diciotto mesi dall'entrata in vigore del MICA, fenomeni di arbitraggio normativo tra Stati, i quali potrebbero continuare ad avere, come in passato, l'interesse a strutturare una disciplina autorizzata più semplificata rispetto a quella degli altri Stati per attrarre i vari attori operativi nel contesto comunitario.

### **2.3. Lo statuto normativo dei providers**

La seconda modalità con cui viene garantita la tutela degli investitori è quella relativa allo statuto normativo che devono rispettare i *providers*, il quale fissa regole in tema di struttura organizzativa, rapporto con i clienti ed in generale in tema di operato degli stessi prestatori di servizi.

In relazione a tali regole è possibile identificare una parziale differenza rispetto all'assetto dettato dalla MiFID II. Rispetto a quest'ultimo, infatti, il regolamento MICA concentra il focus regolamentare sui soggetti piuttosto che i servizi prestati. Lo stesso considerando 21, infatti, mette in risalto la loro posizione piuttosto che i servizi da loro offerti<sup>221</sup> e questa scelta può essere motivata con la necessità, meno presente in relazione ai *providers* di servizi finanziari, di ridare credibilità e lustro all'intera categoria di fornitori di servizi per cripto-attività, i quali, soprattutto negli ultimi anni, hanno subito una forte perdita di credibilità<sup>222</sup>. Anche con riferimento alle regole dello statuto normativo dei *providers* è possibile rinvenire, nell'impostazione di MICA, una forte influenza dei regimi di esenzione previsti per l'autorizzazione degli stessi alla prestazione di servizi. Questo perché da una parte sono previste le disposizioni contenute nel Capo II recante "obblighi per tutti i prestatori di servizi per le cripto-attività", ma dall'altra non tutte le regole in ivi contenute sono applicate alla

---

<sup>221</sup> Considerando 21: "È necessario stabilire norme specifiche per i soggetti che prestano servizi connessi alle cripto-attività. Una prima categoria di tali servizi consiste nell'assicurare la gestione di una piattaforma di negoziazione di cripto-attività, scambiare cripto-attività con fondi o altre cripto-attività, prestare custodia e amministrazione delle cripto-attività per conto dei clienti e prestare servizi di trasferimento per le cripto-attività per conto dei clienti. Una seconda categoria di tali servizi è costituita dal collocamento di cripto-attività, dalla ricezione o trasmissione di ordini di cripto-attività per conto dei clienti, dall'esecuzione di ordini di cripto-attività per conto dei clienti, dalla prestazione di consulenza sulle cripto-attività e dalla prestazione di servizi di gestione del portafoglio di cripto-attività. Qualsiasi persona che presti servizi per le cripto-attività a titolo professionale conformemente al presente regolamento dovrebbe essere considerata un «prestatore di servizi per le cripto-attività»."

<sup>222</sup> Esempi di tale perdita di credibilità possono essere riscontrati nei fallimenti di importanti *players* del mondo dei servizi, come FTX, Rocktrading e gli importanti provvedimenti sanzionatori promossi dalla SEC contro Binance

totalità dei *providers*, dato che anche qui il regime ordinario subisce alcune eccezioni in virtù proprio dei regimi di esenzione previsti dal precedente Capo I. In questo modo il legislatore europeo ha delineato statuti normativi su misura, che tengono conto, sempre nel solco dell'applicazione del principio di proporzionalità, sia dell'eventuale preesistenza di un'autorizzazione da parte dell'autorità nazionale competente in materia finanziaria e sia della contestuale eventualità che tale prestatore sia già operativo nell'erogazione di servizi simili ma aventi ad oggetto strumenti finanziari<sup>223</sup>.

L'insieme delle regole applicabili a tutti i *providers* è definito in funzione delle molteplici finalità sottese alle disposizioni contenute nel Capo II, le quali sono tutte riconducibili alla tutela dei consumatori, l'integrità e il buon funzionamento del mercato ed infine la stabilità del sistema finanziario<sup>224</sup>.

In generale è possibile classificare le regole applicabili ai *providers* in due categorie:

- la prima riguardante gli obblighi imposti nel rapporto con i consumatori ed in generale le regole che coinvolgono direttamente il tema della tutela dei consumatori;
- la seconda, invece, relativa alle regole concernenti l'apparato organizzativo del *provider*, le politiche interne adottate e quelle relative ai soggetti persone fisiche coinvolte nell'attività svolta dallo stesso.

### **2.3.1. Le regole a tutela dei consumatori**

Per quanto concerne la prima classe di regole, ossia quelle volte a garantire una corretta tutela degli investitori/consumatori, esse vertono sulla già analizzata procedura di autorizzazione, sulle competenze professionali del *provider*, sulle regole di comportamento con la clientela ed infine, sulla predisposizione di un'architettura organizzativa efficiente che garantisca un corretto funzionamento dei mercati delle cripto-attività.

Con specifico riferimento al comportamento con la clientela, i *providers* devono operare con onestà, correttezza e professionalità. Dove con onestà si intende imparzialità di giudizio, con correttezza il rispetto delle norme previste dal regolamento e dei principi etici e con professionalità si intende sia l'obbligo di operare con continuità e sistematicità e sia l'obbligo di avvalersi di professionisti con competenze adeguate al servizio offerto. Diretta conseguenza di tali regole è poi il risvolto sul piano degli obblighi imposti ai *providers* in

---

<sup>223</sup> Questa impostazione è altresì confermata dall'articolo 98, il quale, riconoscendo l'esistenza di altre autorità oltre quella prevista per l'applicazione delle disposizioni MICA che esercitano un'attività di controllo sul prestatore di servizi, impone a tutte le autorità coinvolte nella sorveglianza su un *provider* di cooperare per l'efficace esperimento dell'attività di vigilanza e sorveglianza

<sup>224</sup> M. T. PARACAMPO, Op. Cit. p. 79

tema di comunicazione effettuata nei confronti della clientela. Ai sensi dell'art 66 par. 2, infatti, il *provider* da una parte deve far sì che il cliente non sia indotto in errore in relazione ai possibili rischi che si possono incorrere nell'acquisto e nella commercializzazione di cripto-attività e dall'altra deve far sì che il cliente sia ben consapevole della possibilità di subire delle perdite nel capitale investito in virtù dell'alta rischiosità che contraddistinguono tali *asset*.

Un secondo aspetto con cui si mira a garantire la tutela diretta degli investitori è quello relativo alle regole fissate in tema di conflitto di interessi. Anche in questo caso MICA ripropone l'assetto previsto dalla direttiva MIFID II, in base al quale la disciplina è strutturata sui seguenti elementi: prevenzione, individuazione, gestione e comunicazione ai clienti delle situazioni conflittuali. La disciplina in tema di conflitti di interesse è contenuta all'interno dell'articolo 72, il quale prevede l'obbligo per i prestatori di servizi di identificare le situazioni conflittuali in cui possono potenzialmente incorrere in relazione ai servizi erogati e conseguentemente, in caso di sussistenza, l'obbligo di comunicarle tempestivamente al cliente e di gestirle tramite politiche e procedure efficaci implementate, valutate e riesaminate almeno una volta l'anno.

### **2.3.2. Regole relative all'apparato organizzativo dei *providers***

La seconda classe di regole, invece, pur essendo rivolte quasi esclusivamente al *provider*, tutela indirettamente anche i clienti, dato che in generale impone al prestatore l'adozione di un'organizzazione interna adeguata alla tipologia e alla rilevanza del servizio offerto.

Tale categoria di regole include la disciplina dei requisiti prudenziali, quella relativa alla loro struttura organizzativa, ai requisiti di *governance* e quella concernente l'esternalizzazione di servizi e responsabilità.

In relazione ai requisiti organizzativi e prudenziali, la disciplina contenuta in MICA si rifà in larga parte a quelli "tipici" previsti per i soggetti regolamentati in materia finanziaria ed in buona parte sono analoghi a quelli previsti dalla Direttiva MiFID II<sup>225</sup>. Dal punto di vista organizzativo i *providers* devono garantire la sicurezza e l'integrità nella conservazione dei dati, l'efficienza e la continuità operativa dei sistemi e delle procedure di registrazione dei dati ed infine, a norma dell'articolo 68, devono conservare traccia di tutta l'attività svolta, e quindi degli ordini e delle operazioni effettuate nell'ambito della prestazione dei servizi per un periodo minimo di cinque anni.

---

<sup>225</sup> G. ANSIDERI, *CASPs: procedura autorizzata e requisiti prudenziali nel MiCAR*, in *Diritto Bancario*, 2023, p. 5

Dal punto di vista, invece, dei requisiti prudenziali, l'obiettivo generale del legislatore europeo è quello di assicurare la solvibilità e la solidità dell'ente, in modo da tale da affrontare in maniera sicura eventuali perdite e garantire così una prestazione efficiente dei servizi offerti. Ai sensi dell'art. 67, vengono stabiliti i requisiti di capitale minimo, i quali devono essere rispettati dal *provider* fin dalla fase autorizzativa e sono modulati sulla base alla tipologia di servizio prestato, in modo tale da calibrare tali requisiti sulla base dei rischi connessi allo svolgimento dei vari servizi offerti.

Il quantitativo di capitale minimo varia da un minimo di cinquantamila euro ad un massimo di centocinquantamila euro la cui determinazione è definita all'interno dell'Allegato IV, il quale suddivide l'alveo di servizi prestabili in tre categorie con tre diversi requisiti di capitale<sup>226</sup>.

In relazione ai requisiti di *governance* un ruolo centrale è riservato a due organi principali: quello di amministrazione, in considerazione dei riconosciuti poteri di indirizzo strategico e dei conseguenti profili di responsabilità e, oltre a ciò, alla compagine societaria in relazione alla quale si cerca di dare ampio risalto ai profili relativi alle partecipazioni qualificate, le quali, potrebbero esercitare un'influenza determinante sulle scelte strategiche del *provider*. Con riferimento all'organo di amministrazione, le disposizioni contenute in MICA in realtà si limitano da una parte a richiedere la sussistenza in capo ai membri dello stesso di sufficienti requisiti di onorabilità, competenza, conoscenza ed esperienza e dall'altra ad imporre ai *providers* di dare comunicazione all'autorità nazionale competente circa le modifiche intervenute nella compagine dell'organo di amministrazione successivamente all'autorizzazione alla prestazione di servizi da parte dell'autorità nazionale. In relazione alla disciplina relativa per le partecipazioni qualificate, invece, MICA impone l'obbligo di comunicare all'autorità competente l'acquisto o la dismissione di tali partecipazioni e, oltre a ciò, qualora la stessa autorità dovesse ravviare il rischio che la partecipazione qualificata possa comportare l'esercizio di un'influenza tale da pregiudicare il corretto svolgimento

---

<sup>226</sup> Ai sensi dell'Allegato IV i servizi vengono suddivisi in tre classi. Nella classe 1, in cui il requisito patrimoniale minimo è di cinquantamila euro, vi rientrano i *providers* autorizzati per i seguenti servizi: esecuzione di ordini per conto dei clienti, collocamento di cripto-attività, prestazione di servizi di trasferimento di cripto-attività per conto dei clienti, ricezione e trasmissione di ordini di cripto-attività per conto di clienti, prestazione di consulenza sulle cripto-attività e gestione del portafoglio per le cripto-attività. Nella classe 2, invece, in cui il requisito patrimoniale minimo è di centoventicinquemila euro, vi rientrano i *providers* autorizzati per i seguenti servizi: tutti i servizi di cui alla classe 1, prestazione di custodia e amministrazione di cripto-attività per conto di clienti, scambio di cripto-attività con fondi e cambio di cripto-attività con altre cripto-attività. Infine, nella Classe 3, in cui il requisito patrimoniale minimo è di centocinquantamila euro, vi rientrano i *providers* autorizzati per i seguenti servizi: tutti quelli inclusi nella Classe 2 e la gestione di una piattaforma di negoziazione di cripto-attività.

dell'attività di prestazione di servizi, a norma del paragrafo 3 dell'art 68, viene previsto il compito della stessa autorità di adottare tutte le misure opportune per far fronte a detto rischio<sup>227</sup>.

Infine, un ultimo aspetto attinente all'apparato organizzativo dei *providers*, è quello relativo alla disciplina contenuta nell'articolo 73 in tema di esternalizzazione dei servizi. In generale, in virtù delle forti somiglianze della disciplina in tal senso con quella dettata da MiFID II, l'obiettivo del legislatore è evitare che il ricorso all'*outsourcing* provochi un sostanziale svuotamento delle funzioni svolte dal *provider*, con un inevitabile aumento dei rischi connessi alla prestazione dei servizi<sup>228</sup>. In relazione a ciò, le regole stabilite dall'articolo 73 impongono in primo luogo il divieto per il *provider* di delegare, oltre che la funzione operativa, anche la responsabilità, il divieto di alterare il rapporto e gli obblighi del *provider*, l'obbligo per i prestatori di svolgere un'attività di vigilanza costante sui servizi e sulle funzioni esternalizzate ed infine, l'inclusione dei terzi a cui è esternalizzata una funzione nel perimetro della vigilanza dell'autorità competente dello Stato membro di origine del *provider*.

#### **2.4. La disciplina dei servizi**

Sulla base della presunzione di equivalenza dei servizi MICA con quelli disciplinati dalla Direttiva MiFID II, si possono individuare forti somiglianze nella tipologia di servizi che possono essere offerti dai *providers* di servizi per le cripto-attività, elencati nell'articolo 3 n. 16)<sup>229</sup>, e i servizi di investimento disciplinati dalla MiFID II<sup>230</sup>.

L'unica vera differenza sussistente tra le due discipline consiste nel fatto che in base a MICA la custodia di cripto-attività viene considerata un servizio vero e proprio incluso nel novero ex articolo 3 n. 16); all'interno di MiFID II, invece, l'attività di custodia viene considerata,

---

<sup>227</sup> Ai sensi dell'articolo 68 paragrafo 3 viene stabilito che “*Laddove l'influenza esercitata dagli azionisti o dai soci, siano essi diretti o indiretti, che detengono partecipazioni qualificate in un prestatore di servizi per le cripto-attività sia suscettibile di pregiudicare la gestione sana e prudente di tale prestatore di servizi per le cripto-attività, le autorità competenti adottano le opportune misure per affrontare tali rischi*”.

<sup>228</sup> F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, XI Edizione, Giappichelli Editore, Torino, 2021, p. 178

<sup>229</sup> I servizi descritti all'interno dell'articolo 3 n. 16) sono: (i) prestazione di custodia e amministrazione di cripto-attività per conto di clienti; (ii) gestione di una piattaforma di negoziazione per cripto-attività; (iii) scambio di cripto-attività con fondi; (iv) scambio di cripto-attività con altre cripto-attività; (v) esecuzione di ordini di cripto-attività per conto di clienti; (vi) collocamento di cripto-attività; (vii) ricezione e trasmissione di ordini di cripto-attività per conto di clienti; (viii) prestazione di consulenza sulle cripto-attività; (ix) prestazione di gestione di portafoglio sulle cripto-attività; e (x) prestazione di servizi di trasferimento di cripto-attività per conto dei clienti.

<sup>230</sup> M. HOBZA, A. VONDRACKOVA', *Crypto-asset Services under the Draft MiCA Regulation*, 2021, III, p. 5

in base a quanto previsto dall'Allegato I Sezione B, solo come un servizio accessorio agli altri servizi che possono essere forniti dai *providers*.

In generale, è possibile suddividere i servizi disciplinati da MICA in due classi differenti:

- nella prima vi rientrano tutti i servizi diretti ad assicurare il funzionamento di una piattaforma di negoziazione di cripto-attività, lo scambio di cripto-attività con fondi o altre cripto-attività, il servizio di custodia e amministrazione di cripto-attività per conto di clienti e il servizio di trasferimento di cripto-attività;
- Nella seconda, invece, vi rientrano i servizi di collocamento di cripto-attività, di esecuzione di ordini di cripto-attività per conto di clienti, di consulenza su cripto-attività, di gestione del portafoglio di cripto-attività e il servizio di ricezione e/o trasmissione di ordini per cripto-attività.

La *ratio* principale che ha mosso il legislatore nella definizione delle regole per i singoli servizi aventi ad oggetto cripto-attività risiede sicuramente nel fatto che, al pari di quelli aventi ad oggetto gli strumenti finanziari e i prodotti finanziari tradizionali, anche tali servizi possono prestarsi per il compimento di truffe o possono presentare gravi inefficienze tali da pregiudicare la posizione e gli interessi dell'investitore<sup>231</sup>.

Ciò che però è parzialmente non condivisibile, è la così forte influenza e somiglianza dell'approccio MICA con l'impronta MiFID in tema di disciplina dei singoli servizi. Tale scelta del legislatore può essere giustificata o dalla volontà di eliminare i rischi e le forme di frammentazione normativa, oppure dal labile confine che sussiste in termini di caratteristiche tra alcune cripto-attività e i tradizionali strumenti finanziari. Nonostante queste valide considerazioni però, in virtù soprattutto della tecnologia impiegata, i servizi di custodia, di negoziazione e di regolamento di cripto-attività, presentano non poche peculiarità e differenze rispetto agli stessi servizi aventi ad oggetto strumenti finanziari, il che rende non particolarmente adatto l'impianto normativo MiFID II in relazione a tali servizi.

#### **2.4.1. Il servizio di custodia e amministrazione di cripto-attività per conto di clienti**

Il primo servizio, e forse il più importante dal punto di vista della rilevanza, che viene incluso nell'articolo 3 n. 16) è quello relativo alla custodia e amministrazione di cripto-attività per conto di clienti, definito dall'articolo 3 n. 17) come "*la custodia o il controllo, per conto di clienti, delle cripto-attività o dei mezzi di accesso a tali cripto-attività, se del caso sotto forma di chiavi crittografiche private*". L'utilizzo di forme alterative con cui viene descritto

---

<sup>231</sup> S. N. HOOGHMSTRA, *The "MiCAR top-up" for Fund Managers*, 2021, p. 3

tale servizio, comporta la necessità di chiarire la modalità con cui viene effettivamente realizzato l'attività di custodia. Ciò che rileva in tal senso è il fatto che, come visto nel primo capitolo, le cripto-attività sono asset digitali registrati su *blockchain*, e quindi non si può propriamente parlare a livello tecnico di "custodia" da parte di un *provider dell'asset* vero e proprio, dato che il vero e unico custode *dell'asset* digitale e della sua riconducibilità al suo proprietario è la *blockchain* su cui lo stesso è registrato. In ragione di ciò, quindi, quando si parla di custodia di cripto-attività bisogna far riferimento all'attività di custodia degli strumenti che garantiscono l'accesso a tali cripto-attività (principalmente le chiavi crittografiche)<sup>232</sup>.

Dal punto di vista regolamentare, la disciplina dell'attività di custodia e amministrazione di cripto-attività per conto di clienti è contenuta all'interno dell'articolo 75, il quale impone precisi obblighi e presidi sia in relazione alla politica di custodia e sia con riferimento alla separazione del patrimonio del cliente da quello del prestatore del servizio, il che rileva altresì in relazione dell'obbligo di separazione della generale attività svolta dal prestatore rispetto a quanto rientra nella titolarità del cliente. Per quanto concerne la tutela del diritto di titolarità del cliente sulle cripto-attività oggetto dell'attività di custodia, i prestatori di servizi dovranno necessariamente garantire:

- che le cripto-attività dei clienti siano effettivamente identificabili e separate rispetto alle proprie partecipazioni;
- l'annotazione nel registro distribuito delle cripto-attività del cliente in modo distinto dalle proprie;
- che le cripto-attività detenute a titolo di custodia la cui titolarità è in capo ai clienti siano tutelate da possibili azioni esecutive dei creditori del *provider*.

In relazione all'obbligo per il *provider* di garantire una corretta separazione dei fondi dei clienti da quelli propri, sussiste un elemento critico con riferimento al disposto dell'articolo 70 recante disposizioni in materia di custodia intesa non come servizio prestato ex articolo 3 n. 16), ma come servizio accessorio necessario alla corretta prestazione di un altro servizio disciplinato da MICA. L'articolo 75, infatti, disciplinando il servizio di custodia di cui all'articolo 3 n. 17), al di là di rimettere la definizione di termini e condizioni della custodia all'autonomia contrattuale attraverso un accordo tra *provider* e cliente e di imporre allo stesso prestatore l'adozione di procedure interne per garantire la custodia sicura delle cripto-attività del cliente, dedica alcune disposizioni, come visto, in tema di separazione delle

---

<sup>232</sup> T. HARDJONO, *Development of Trust Infrastructures for Virtual Asset Service Providers*, 2020, p. 14

cripto-attività del fornitore del servizio da quelle dei clienti e delle cripto-attività dei clienti tra loro e in base proprio a quanto previsto dal paragrafo 7 secondo periodo, è stabilito che *“Le cripto-attività detenute in custodia sono giuridicamente separate dal patrimonio del prestatore di servizi per le cripto-attività, nell’interesse dei clienti del prestatore di servizi per le cripto-attività conformemente al diritto applicabile, in modo che i creditori del prestatore di servizi per le cripto-attività non abbiano diritto di rivalsa sulle cripto-attività detenute in custodia dal prestatore di servizi per le cripto-attività, in particolare in caso di insolvenza”*. È evidente, quindi, che in relazione alla fornitura del servizio di custodia, i *providers* devono necessariamente garantire una netta separazione patrimoniale tra le proprie cripto-attività e quelle dei clienti detenute in custodia<sup>233</sup>.

D’altra parte, invece, i *providers* diversi da quelli fornitori del servizio di custodia, che detengono cripto-attività di clienti per la prestazione di altri servizi disciplinati da MICA, non sono soggetti alle previsioni normative dell’articolo 75 in tema di separazione patrimoniale tra le cripto-attività dei clienti e cripto-attività proprie, ma sono soggetti alle meno stringenti disposizioni dell’articolo 70, il quale impone ai *providers* solamente l’obbligo di dotarsi di disposizioni adeguate per tutelare i diritti di titolarità dei clienti e per prevenire l’uso delle cripto-attività di un cliente per conto proprio<sup>234</sup>. Quindi con riferimento a tale situazione, pare sufficiente che il fornitore adotti e rispetti regole e procedure per un’ordinata tenuta delle registrazioni relative alle singole cripto-attività del cliente senza che però venga prevista una netta separazione dei due patrimoni al pari di quanto previsto dal paragrafo 7 secondo periodo dell’articolo 75, il che appare abbastanza strano considerando il fatto che in concreto la situazione che si viene a creare nella fattispecie descritta dall’articolo 70 è pressoché uguale a quella che si viene a creare nella circostanza in cui la custodia di cripto-attività è il vero e proprio servizio offerto dal *provider*<sup>235</sup>.

---

<sup>233</sup> la separazione patrimoniale dovrebbe essere garantita anche tra le cripto-attività di ogni singolo cliente, ma non vi è una espressa previsione normativa al pari di quella prevista per le cripto-attività la cui titolarità è riconducibile al *provider*

<sup>234</sup> L’articolo 70 paragrafo 1 stabilisce che *“I prestatori di servizi per le cripto-attività che detengono cripto-attività appartenenti a clienti o i mezzi di accesso a tali cripto-attività adottano disposizioni adeguate per tutelare i diritti di titolarità dei clienti, in particolare in caso di insolvenza del prestatore di servizi per le cripto-attività, e per prevenire l’uso delle cripto-attività dei clienti per conto proprio.”*

<sup>235</sup> N. CIOCCA, *Servizi di custodia, negoziazione e regolamento di cripto-attività*, in Osservatorio del diritto civile e commerciale, 2022, pp. 92 e ss

#### 2.4.2. Servizio di scambio

All'interno della categoria dei c.d. servizi di scambio, si possono individuare due distinte fattispecie. La prima consistente nell'attività di scambio di cripto-attività con fondi<sup>236</sup> e la seconda, invece, consistente nello scambio di cripto-attività con altre cripto-attività<sup>237</sup>. In relazione a tali servizi i *providers*, in base a quanto previsto dall'articolo 77, stabiliscono una politica commerciale non discriminatoria che indichi il tipo di clienti con cui accettano di concludere operazioni e le condizioni alle quali le stesse sono sottoposte (paragrafo 1). I *providers*, poi, devono pubblicare un prezzo fisso o un metodo per determinare il prezzo delle cripto-attività che propongono di scambiare con fondi o con altre cripto-attività (paragrafo 2) ed infine, devono pubblicare le informazioni, il volume e il prezzo relativi alle operazioni eseguite (paragrafo 4).

#### 2.4.3. Servizi relativi alla negoziazione

Nella categoria dei servizi relativi alla negoziazione, è possibile individuare: la gestione di una piattaforma di negoziazione di cripto-attività; l'esecuzione di ordini di cripto-attività per conto di clienti; il collocamento di cripto-attività; la ricezione e trasmissione di ordini di cripto-attività per conto di clienti e la prestazione di servizi di trasferimento di cripto-attività per conto dei clienti.

Per quanto concerne la gestione di una piattaforma di negoziazione di cripto-attività<sup>238</sup>, il *provider*, in base a quanto disposto dall'articolo 76, dovrà garantire l'accesso non discriminatorio, la corretta ed efficace esecuzione degli ordini trasmessi e il tempestivo regolamento delle operazioni eseguite.

Poi, al pari di quanto previsto dalla MiFID II, MICA prevede obblighi di trasparenza sia *pre-* che *post-trade* a carico delle piattaforme. In particolare, le informazioni che devono essere fornite dal *provider* agli investitori riguardano: i prezzi delle proposte di negoziazione, lo spessore degli interessi, il volume e l'ora delle operazioni eseguite in relazione alle cripto-

---

<sup>236</sup> Ai sensi dell'articolo 3 n. 19) il servizio di scambio di cripto-attività con fondi viene definito come “*la conclusione di contratti con clienti per l'acquisto o la vendita di cripto-attività a fronte di fondi utilizzando capitale proprio*”.

<sup>237</sup> Ai sensi dell'articolo 3 n. 20) il servizio di scambio di cripto-attività con altre cripto-attività viene definito come “*la conclusione di contratti con clienti per l'acquisto o la vendita di cripto-attività a fronte di altre cripto-attività utilizzando capitale proprio*”.

<sup>238</sup> Ai sensi dell'articolo 3 n. 18) il servizio di gestione di una piattaforma di negoziazione di cripto-attività viene definito come “*la gestione di uno o più sistemi multilaterali che consente o facilita l'incontro, all'interno del sistema e in base alle sue regole, di molteplici interessi di terzi per l'acquisto o la vendita di cripto-attività, in modo tale da portare alla conclusione di contratti, scambiando cripto-attività con fondi, o scambiando cripto-attività con altre cripto-attività*”.

attività scambiate sulle piattaforme da lui gestite<sup>239</sup>. Con riferimento all'esecuzione di ordini per conto di clienti<sup>240</sup>, la disciplina è contenuta nell'articolo 78, il quale impone ai prestatori l'obbligo di dotarsi di procedure e sistemi volti a garantire al cliente il conseguimento del miglior risultato possibile, alla stregua di una strategia di esecuzione resa nota ai clienti medesimi e che tenga conto, in base al disposto del paragrafo 1, dei fattori di prezzo, costo, velocità, probabilità di esecuzione, regolamento e di qualsiasi altro fattore rilevante per l'esecuzione dell'ordine.

Passando all'analisi del servizio di collocamento di cripto-attività<sup>241</sup>, esso presenta forti somiglianze con l'analogo servizio prestato con riferimento agli strumenti finanziari disciplinato dalla MIFID II e consistente nell'attività di commercializzazione delle cripto-attività sul mercato primario. La disciplina è contenuta all'interno dell'articolo 79 il quale impone un generale obbligo di *disclosure* al *provider* nei confronti del soggetto che chiede l'ammissione alla negoziazione del proprio *token* in merito alle modalità di collocamento, le commissioni richieste, i tempi, il processo, il prezzo richiesto per l'operazione proposta e in merito alle informazioni sui destinatari acquirenti del collocamento. Al di là della struttura dell'articolo 79, gli adempimenti richiesti al *provider* del servizio di collocamento ricalcano in maniera pressoché uguale quelli previsti per il servizio di collocamento di strumenti finanziari e la cosa non può ritenersi pienamente soddisfacente, questo principalmente per i necessari adattamenti che sarebbero richiesti per servizi di questo tipo aventi ad oggetto "beni" che, in virtù della tecnologia sottostante su cui si basano, presentano non poche differenze con la tradizionale struttura degli strumenti finanziari<sup>242</sup>.

Con riferimento, infine, al servizio di ricezione e trasmissione ordini di cripto-attività<sup>243</sup>, la peculiarità risiede nel suo carattere di "novità" rispetto a quelli annoverati in ambito finanziario. MIFID II, infatti, non contempla tale servizio all'interno del suo novero e l'unica disposizione in essa contenuta in cui si fa riferimento ad un servizio simile è quella contenuta

---

<sup>239</sup> I. TAGLIAMONTE, *L'integrità dei mercati delle cripto-attività, tra vecchie e nuove tutele*, in Osservatorio del diritto civile e commerciale, settembre 2022, p. 400

<sup>240</sup> Ai sensi dell'articolo 3 n. 21) il servizio di esecuzione di ordini di cripto-attività per conto di clienti viene definito come "la conclusione di accordi, per conto di clienti, per l'acquisto o la vendita di una o più cripto-attività o la sottoscrizione per conto di clienti di una o più cripto-attività, compresa la conclusione di contratti per la vendita di cripto-attività al momento della loro offerta al pubblico o dell'ammissione alla negoziazione"

<sup>241</sup> Ai sensi dell'articolo 3 n. 22) il servizio di collocamento di cripto-attività viene definito come "la commercializzazione di cripto-attività agli acquirenti, a nome o per conto dell'offerente o di una parte a esso connessa"

<sup>242</sup> P. CARRIÈRE, *Il fenomeno delle cripto-attività (crypto-assets) in una prospettiva societaria*, in Banca Impresa Società, 2020, p. 467

<sup>243</sup> Ai sensi dell'articolo 3 n. 23) il servizio di ricezione e trasmissione di ordini di cripto-attività viene definito come "la ricezione da una persona di un ordine di acquisto o di vendita di una o più cripto-attività o di sottoscrizione di una o più cripto-attività e la trasmissione di tale ordine a una terza parte a fini di esecuzione"

all'interno del considerando 44 che però riconduce l'attività consistente nel mettere in contatto due o più investitori al fine di concludere una transazione all'attività di ricezione e trasmissione di ordini. Per quanto concerne la disciplina in senso stretto del servizio essa è rinvenibile all'articolo 80, il quale, impone al *provider* di agire nel miglior interesse del cliente, sia con comportamenti attivi<sup>244</sup> e sia con comportamenti passivi volti a prevenire qualsiasi forma di conflitto d'interessi. In relazione a ciò, quindi, pur fissando un assetto regolamentare non parzialmente differente rispetto ai regimi degli altri servizi, l'articolo 80 rappresenta un'eccezione nel panorama finanziario europeo, dato che va a disciplinare un servizio non presente nella normativa MIFID II di riferimento.

#### **2.4.4. Servizi di consulenza e gestione del portafoglio**

L'ultima categoria di servizi disciplinata in MICA è quella che comprende l'attività di prestazione di consulenza sulle cripto-attività<sup>245</sup> e quella relativa alla prestazione del servizio di gestione del portafoglio di cripto-attività per conto dei clienti<sup>246</sup>, entrambe disciplinate dall'articolo 81.

In virtù sia della forte somiglianza con i rispettivi servizi aventi ad oggetto strumenti finanziari e sia della generale presunzione di equivalenza dei servizi, la disciplina prevista all'interno di MICA ricalca in buona parte l'impianto normativo definito da MiFID II. Elementi in comune delle due discipline sono il processo di valutazione dell'adeguatezza, i profili attinenti al convincimento del cliente all'acquisto di uno o più asset consigliati e l'elevato *standard* di conoscenze e competenze professionali richiesto a tutti i soggetti che operano in nome del *provider*.

Con specifico riferimento all'attività di consulenza in MICA, nonostante l'obiettivo sia quello di garantire una tutela adeguata degli investitori, assicurando l'obbligo di agire in modo onesto, corretto e professionale, emergono due problematiche parziali. La prima riguarda il fatto che non viene curato in modo completo l'intero processo attraverso il quale viene effettivamente fornita la consulenza. Infatti, non è previsto alcun obbligo di fornire al cliente un flusso informativo preliminare specifico riguardo alla situazione concreta, che gli

---

<sup>244</sup> ad esempio, tramite l'implementazione di procedure finalizzate ad una tempestiva trasmissione degli ordini

<sup>245</sup> Servizio definito come “*l'offerta, la fornitura o l'accordo per la fornitura di raccomandazioni personalizzate a clienti, su richiesta del cliente o su iniziativa del prestatore di servizi per le cripto-attività che presta la consulenza, in merito a una o più operazioni relative a cripto-attività o all'impiego di servizi per le cripto-attività*”.

<sup>246</sup> Servizio definito come “*la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento nell'ambito di un mandato conferito dai clienti, qualora tali portafogli includano una o più cripto-attività*”

consenta di prendere decisioni di investimento responsabili. Inoltre, l'obbligo di informare gli investitori circa l'elevato rischio che si incorre nell'investimento in cripto-attività assume una formulazione talvolta troppo generica. Infine, gli obblighi relativi all'attività di consulenza si concentrano principalmente sulla connessione degli investitori con il *White paper* riguardante l'*asset* digitale oggetto dei servizi prestati<sup>247</sup> e non tanto nella fornitura delle informazioni relative alle sue caratteristiche.

La seconda problematica, invece, attiene all'assenza, all'interno dell'articolo 81, dell'obbligo per i *providers* di procedere con la classificazione della clientela in base alle conoscenze. Il comma 1, infatti, si limita esclusivamente ad imporre ai *providers* di raccogliere informazioni circa le conoscenze, gli obiettivi e la propensione al rischio del cliente<sup>248</sup>.

## **2.5. Considerazioni conclusive in tema di disciplina dei *providers***

Dopo aver analizzato la disciplina prevista da MICA in tema di attività dei *providers* di servizi, è necessario fare alcune considerazioni conclusive.

In primo luogo, si denota, più o meno in tutte le disposizioni, un corretto approccio del legislatore nell'andare a ponderare correttamente la tutela degli interessi considerati rilevanti nella definizione di MICA, che possono essere riassunti nella tutela degli investitori, integrità dei mercati, stabilità finanziaria e disciplina non rigida a tal punto da bloccare la crescita di tale mercato. La corretta ponderazione di MICA, infatti, può essere individuata nella scelta di utilizzare come punto di riferimento per la disciplina dei *providers* la già utilizzata (e quindi testata) disciplina dettata in tema di servizi finanziari, la quale ha dimostrato di saper garantire un'adeguata tutela degli investitori e allo stesso tempo un margine di operatività e autonomia adeguato agli operatori. In secondo luogo, poi, va sicuramente valutata positivamente la scelta del legislatore europeo di differenziare i regimi autorizzativi per i *providers*, questo in considerazione del fatto che gran parte di essi risultano già operativi nella prestazione di servizi finanziari e che quindi hanno già superato positivamente un iter autorizzato piuttosto stringente.

A fronte di importanti ed indubbi aspetti positivi, però, è necessario riconoscere l'esistenza di alcuni profili di criticità.

---

<sup>247</sup> M. T. PARACAMPO, *Op Cit.* p. 129

<sup>248</sup> N. CIOCCA, *Op. Cit.* p. 100

Uno degli aspetti che non sono stati trattati in maniera pienamente corretta è quello relativo alla disciplina dell'autorizzazione alla prestazione dei servizi e le relative esenzioni con particolare riferimento a quelle previste per i *providers* classificati come “di diritto nazionale”, i quali, prima dell'approvazione di MICA, godevano di una legittimazione all'operatività basata su un regime di autorizzazione interno allo Stato membro di origine. La necessità di garantire un periodo transitorio per l'entrata in vigore di una disciplina così rivoluzionaria è forse inevitabile, ma la durata dello stesso prevista dal Regolamento rischia di incentivare fenomeni già parzialmente in essere come l'arbitraggio normativo tra Stati membri e una generale concorrenza sleale nel mercato della fornitura di servizi dovuta dal fatto che, nei diciotto mesi successivi all'entrata in vigore di MICA, coesisteranno *providers* legittimamente operativi secondo le nuove regole comunitarie e *providers* operanti secondo le regole di autorizzazione previste dalle disposizioni nazionali preesistenti a MICA che, il più delle volte, sono meno stringenti e non prevedono standard di tutela degli investitori all'altezza di quelli fissati da MICA.

Ulteriori profili di criticità con riferimento alla disciplina dei *providers* attengono ai profili regolamentari non toccati da MICA e in particolare in tal senso rileva l'assenza di qualsiasi riferimento alla disciplina relativa al *lending* di criptovalute<sup>249</sup>, alla regolazione della DeFi e una scarsa attenzione in merito ai profili di interconnessione tra i *providers* di servizi per cripto-attività e le istituzioni finanziarie tradizionali. Tali assenze non costituiscono ovviamente una dimenticanza, dato che MICA non può ovviamente considerarsi il punto d'approdo della disciplina in tema di cripto-attività in ambito europeo, ma sicuramente inducono a considerare non completo il quadro definito da MICA in tema di disciplina dei *providers*.

### 3. LE ICO NEL REGOLAMENTO MICA

La necessità di disciplinare le *Initial Coin Offerings* (ICO) è una delle esigenze più importanti che hanno spinto il legislatore europeo ad intervenire con l'emanazione del Regolamento MICA. Questo essenzialmente perché la circostanza che l'emissione, e la successiva circolazione, di cripto-attività si collochino a valle di pratiche commerciali scorrette è un rischio molto concreto e ben conosciuto dalle Autorità di vigilanza europee<sup>250</sup>.

---

<sup>249</sup> Il *lending* di criptovalute viene espressamente escluso dall'ambito di applicazione di MICA in virtù di quanto previsto dal considerando 94, il quale espressamente prevede che “il presente regolamento non dovrebbe affrontare l'erogazione e l'assunzione di prestiti relativi a cripto-attività”.

<sup>250</sup> L. MODICA, *La proposta di regolamento MICA e la disciplina delle pratiche commerciali scorrette*, in Osservatorio del diritto civile e commerciale, 2022, p. 295

Il principale interesse che ha spinto il legislatore europeo ad implementare una compiuta disciplina delle ICO risiede nella volontà di garantire un'adeguata tutela degli investitori, questo perché, nonostante le forti somiglianze che sussistono tra tale pratica e le convenzionali *Initial Public Offerings* (IPO), tutte le offerte al pubblico di cripto-attività predisposte prima dell'entrata in vigore di MICA erano completamente prive di qualsivoglia disciplina regolamentare o comunque erano disciplinate solamente a livello nazionale con forti differenze tra i vari ordinamenti<sup>251</sup>. Ed è qui che risiede il secondo motivo per cui il legislatore comunitario è intervenuto in tal senso, ossia la volontà di garantire che la disciplina applicabile a tali offerte fosse uniforme in tutto il territorio dell'Unione<sup>252</sup>, questo per garantire la presenza di un terreno fertile per lo sviluppo di tale mercato e allo stesso tempo scoraggiare forme di arbitraggio normativo tra Stati membri<sup>253</sup> ed evitare così che la medesima offerta, valevole in più Stati membri, debba sottostare a procedure e regole diverse.

### **3.1. ICO e IPO. Elementi in comune e principali differenze**

Nonostante le ICOs si contraddistinguono per il fatto di svolgersi in ambito totalmente digitale mediante l'ausilio della tecnologia DLT, rimangono delle tecniche finalizzate alla raccolta di capitali, al pari proprio delle IPO.

Risulta utile, quindi, prima di analizzare la disciplina prevista da MICA, analizzare le differenze e i caratteri in comune di tale pratica con le simili IPO.

Dal punto di vista delle somiglianze di fatto l'unica sussistente tra ICO e IPO è quella relativa al fatto che l'emittente emette azioni (nel caso delle ICO *tokens*) al fine di raccogliere capitali dagli investitori per il finanziamento di progetti imprenditoriali e tali *asset* (azioni o *token*), che in entrambe le fattispecie conferiscono diritti di vario genere al sottoscrittore, risulteranno poi scambiabili nel mercato secondario tra privati<sup>254</sup>.

Al di là delle somiglianze in termini di fini perseguiti e potenziale futura destinazione alla negoziazione dell'*asset* oggetto di offerta al pubblico, ICO e IPO presentano non poche differenze. In primis ciò che rileva maggiormente in tema di differenze è la maturità del business dell'emittente. Nelle IPO, infatti, l'emittente deve dimostrare la sussistenza di

---

<sup>251</sup> W. A. KAAL, *Initial Coin Offerings: the top 25 jurisdictions and their comparative regulatory responses*, 2018, p. 3

<sup>252</sup> *Ibid.* p. 297

<sup>253</sup> L. BRUNONI, L. BONADIO, *Initial coin offering (ICO) e criptovalute: investire e raccogliere fondi grazie alla blockchain*, 2018, p. 479

<sup>254</sup> M. OFIR, I. SADEH, *ICO vs IPO: Empirical Findings, Information Asymmetry, and the Appropriate Regulatory Framework*, 53 VAND. J. Transnat'l L. 525, 2020, p. 551

un'attività imprenditoriale appropriata e delle entrate stabili derivanti da tale attività, il che comporta che la gran parte delle volte a cimentarsi in una *Initial Public Offering* sono potenziali emittenti già consolidati, con *business* si in forte crescita, ma comunque già maturi<sup>255</sup>. Le ICO, invece, permettono di raccogliere capitali dagli investitori a qualsiasi tipologia di emittente, questo in considerazione del fatto che tali offerte avvengono al di fuori dei mercati dei capitali tradizionali e quindi risultano facilmente accessibili ad emittenti altrimenti esclusi dalla raccolta mediante IPO, come ad esempio le *start-up*.

Un ulteriore importante differenza tra le due fattispecie concerne i diritti conferiti agli investitori. Nelle IPO, infatti, gli investitori ricevono, in cambio del capitale investito nella società emittente, delle azioni della stessa che di regola conferiscono non solo diritti di partecipazione agli utili, ma anche un vero e proprio diritto di proprietà che conseguentemente comporta la possibilità di esercitare i connessi poteri decisorii. Nelle ICO, invece, i *token* oggetto d'offerta possono di fatto garantire qualsiasi forma di diritto o vantaggio per l'investitore, ed è proprio per questo che in dottrina si parla di *utility*, *security* e *payment token*, dato che i diritti conferiti ai sottoscrittori possono spaziare da quelli che garantiscono la possibilità per l'investitore di usufruire e godere di un bene o servizio offerto dall'emittente (*utility*), quelli tipici dei valori mobiliari (*security*) fino all'assenza di diritti veri e propri, ma solamente il diritto di proprietà sul *token* oggetto dell'offerta (*payment*). Da ciò emerge in effetti un vantaggio delle ICO rispetto alle IPO con riferimento alla posizione dell'emittente, questo perché mediante le prime, egli potrà raccogliere capitali dagli investitori senza però andare a ridurre in proporzione la dimensione della sua partecipazione<sup>256</sup>.

Infine, un'importante differenza tra le ICO e le IPO sussiste nel *timing* in cui tali pratiche vengono poste in essere. Questo essenzialmente perché le IPO possono essere predisposte in qualsiasi fase storica dell'impresa (sia come primo round di finanziamento e sia come round successivi) e, oltre a ciò, possono essere utilizzate come modalità di *exit* da parte di un fondo di *Venture Capital* che aveva investito in una fase preliminare del progetto<sup>257</sup>. Le ICO, invece, il più delle volte sono predisposte per la ricerca di finanziamenti iniziali (assumono sostanzialmente la forma di primo *round* di finanziamento)<sup>258</sup> e quindi tendenzialmente mal si conciliano con *business* già avviati e parzialmente consolidati.

---

<sup>255</sup> P. DE FILIPPI, A. COLLOMB, K. SOK, *Blockchain Technology and Financial Regulation: A Risk-Based Approach to the Regulation of ICOs*, *European Journal of Risk Regulation*, 2019, p. 36

<sup>256</sup> ORG. ECON. COOPERATION & DEV., *Initial Coin Offerings for SME financing*, 2019, p. 24

<sup>257</sup> *Ibid.* p. 25

<sup>258</sup> tipicamente chiamato round di serie A e consistente nel primo round significativo di capitale di rischio

### 3.2. La disciplina delle ICO di cripto-attività diverse dai *token* collegati ad attività e *token* di moneta elettronica

La disciplina prevista da MICA per le ICO è strutturata in maniera differente a seconda della tipologia di cripto-attività oggetto d'offerta. A tal proposito, infatti, è necessario distinguere tra: *token* collegati ad attività (ARTs), *token* di moneta elettronica (EMTs) e la categoria residuale formata dalle cripto-attività diverse da ARTs e EMTs. Indipendentemente dalla tipologia di procedura prevista e delle non poche differenze sussistenti, MICA disciplina con i tre regimi regolamentari tutte le quattro fasi principali in cui si snodano le *Initial Coin Offerings*:

- fase informativa che si sostanzia nella redazione del *White Paper* e della predisposizione di tutti gli strumenti di *marketing* per promuovere l'offerta;
- pre-ICO: fase in cui le cripto-attività oggetto d'offerta vengono vendute ad un prezzo vantaggioso o comunque inferiore a quello d'offerta a particolari tipologie di investitori. La fase della vendita riservata viene solitamente predisposta per coprire i costi sostenuti dall'emittente per la predisposizione dell'offerta<sup>259</sup>;
- ICO vera e propria: è la fase centrale dell'offerta al pubblico di cripto-attività, consiste nella vera e propria sottoscrizione da parte degli investitori dei *token* oggetto d'offerta;
- fase di *listing*: consiste nel momento in cui il *token* oggetto d'offerta viene ammesso alla negoziazione in una piattaforma di negoziazione<sup>260</sup>.

Per quanto concerne la disciplina delle ICO aventi ad oggetto “*other types of crypto-assets*”, contenuta nel Titolo II del regolamento, viene in prima battuta disciplinata la forma del *White Paper*, che deve essere redatto in maniera chiara, non fuorviante e in almeno una delle lingue ufficiali dello Stato membro d'origine. In relazione al contenuto, le disposizioni contenute in MICA possono essere suddivise in due categorie differenti: quelle che impongono all'emittente di fornire informazioni relative a ciò che il *token* è e quelle relative a fornire informazioni su ciò che il *token* non è<sup>261</sup>. Con riferimento alla prima categoria il *White Paper* deve contenere le informazioni previste dall'articolo 6 del Regolamento, il quale, impone all'emittente di includere nel *White Paper* informazioni relative all'offerente, all'emittente

---

<sup>259</sup> L. FERRARIS, *Le Initial Coin Offering: fattispecie in cerca di autore*, in Paracampo M. T., *Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Secondo volume, Torino, Giappichelli Editore, 2019, p. 278

<sup>260</sup> S. CASARRUBEA, *Il ruolo del White Paper sulle offerte al pubblico di cripto-attività alla luce della proposta MiCA*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2022, p. 224

<sup>261</sup> U. PIATTELLI, *Initial Coin Offering e criptovalute*, in *La Regolamentazione del Fintech, Dai nuovi sistemi di pagamento all'intelligenza artificiale*, a cura di U. Piattelli, Torino, Giappichelli, 2020, p. 242

(se diverso dall'offerente), alla cripto-attività oggetto d'offerta, all'offerta stessa, sulla tecnologia sottostante utilizzata per l'offerta e sui rischi connessi all'offerta.

Per quanto concerne la seconda tipologia di informazioni, invece, ossia quelle relative a ciò che il *token* non è, esse ruotano attorno alla disposizione contenute all'interno dell'articolo 6 paragrafo 7 let. c), in cui viene previsto l'obbligo per l'emittente di specificare nel *White paper* che “l'offerta al pubblico della cripto-attività non costituisce un'offerta o una sollecitazione all'acquisto di strumenti finanziari e una simile offerta o sollecitazione può essere effettuata solo mediante prospetto o altri documenti di offerta ai sensi del diritto nazionale applicabile”.

Le medesime disposizioni di MICA, oltre a disciplinare ciò che deve contenere il *White Paper*, vanno poi a delimitare in negativo tale documento, imponendo in sostanza il divieto per l'emittente di includere informazioni circa l'eventuale valore futuro che potrà avere il *token*.

Dal punto di vista più prettamente procedimentale ciò che contraddistingue l'emissione di cripto-attività diverse da *token* di moneta elettronica e *token* collegati ad attività è l'assenza di un'autorizzazione *ex ante* da parte dell'autorità competente<sup>262</sup>, ma è richiesta esclusivamente la pubblicazione del *White Paper* redatto secondo le regole appena descritte. Nonostante l'assenza del requisito della preventiva approvazione, però, l'emittente deve notificare, a norma dell'articolo 8 paragrafo 1, il *White Paper* all'autorità nazionale competente dello Stato d'origine e anche in tale situazione, il MICA impone un importante obbligo di *disclosure* in capo all'emittente circa le informazioni riguardanti ciò che il *token* non è. In base all'articolo 8, infatti, l'emittente deve, insieme al *White paper*, presentare all'autorità competente una dichiarazione motivata con cui va a specificare che la cripto-attività oggetto d'offerta non deve essere considerata una fattispecie esclusa dall'ambito di applicazione del Regolamento in base a quanto disposto dall'articolo 4 paragrafo 2<sup>263</sup>.

Successivamente alla notifica all'autorità competente, gli emittenti sono legittimati a pubblicare il *White Paper* relativo all'offerta e da questo momento possono aprire il periodo utile per la sottoscrizione da parte degli investitori, i quali, in base al disposto dell'articolo

---

<sup>262</sup> A tal proposito rileva il disposto dell'articolo 6 paragrafo 3, il quale impone all'emittente di inserire la seguente dichiarazione all'interno del *white paper* “Questo *White Paper* sulle cripto-attività non è stato approvato da alcuna autorità competente in alcuno Stato membro dell'Unione europea». L'offerente della cripto-attività è l'unico responsabile del contenuto del presente *White Paper* sulle cripto-attività.”

<sup>263</sup> R. LENER, S.L. FURNARI, Op. Cit. in cui viene visto positivamente l'onere in capo agli emittenti di qualificare *ex ante* il *token* oggetto della loro offerta, questo essenzialmente perché si fornisce un elemento in più per l'autorità di vigilanza competente per la sua attività di controllo.

13, hanno diritto di recesso esercitabile nelle modalità indicate dall'emittente in un periodo almeno di quattordici giorni dalla data di sottoscrizione dei *token*.

Come visto in precedenza MICA disciplina le *Initial Coin Offerings* in maniera differente a seconda della tipologia di *token* avente ad oggetto e a tal proposito, struttura la disciplina relativa alle ICO di *token* di moneta elettronica e di *token* collegati ad attività in maniera più stringente rispetto a quelle aventi ad oggetto “*other types of crypto-asset*” sia in relazione agli obblighi informativi che devono essere adempiuti dall'emittente nella redazione del *White paper* e sia con riferimento agli oneri autorizzativi richiesti per il corretto espletamento della procedura.

Prima di analizzare le principali differenze che sussistono in relazione a tali procedure rispetto a quella generale appena descritta, è necessario chiarire il significato e la nozione di *token* collegati ad attività e *token* di moneta elettronica e soprattutto i motivi che hanno spinto il legislatore a disciplinare in maniera differente e più rigorosa tali fattispecie. Per quanto concerne il significato MICA definisce i *token* collegati ad attività all'interno dell'articolo 3 paragrafo 1 n. 6) come “*un tipo di cripto-attività che non è un token di moneta elettronica e che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento a un altro valore o diritto o a una combinazione dei due, comprese una o più valute ufficiali*”, mentre i *token* di moneta elettronica, vengono definiti all'articolo 3 paragrafo 1 n. 7), come “*un tipo di cripto-attività che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una valuta ufficiale*”. Con riferimento, invece, ai motivi che hanno spinto il legislatore a disciplinare in maniera differente tali fattispecie, esse vanno ricercate, per quanto concerne i *token* collegati ad attività, nel fatto che, in virtù dell'obiettivo di mantenere stabile il loro prezzo nel tempo, potrebbero essere utilizzate in futuro come strumento di pagamento diffuso, il che creerebbe importanti risvolti sulla stabilità finanziaria e sulla politica monetaria dell'Unione<sup>264</sup>. Per quanto concerne, invece, i *token* di moneta elettronica, il regime regolamentare più rigoroso può essere motivato dalle importanti somiglianze sussistenti tra le stesse e la moneta elettronica disciplinata dalla direttiva 2009/110/CE<sup>265</sup>.

---

<sup>264</sup> C. MARASCO, *Dalla lex mercatoria alla RegTech: la circolazione transnazionale delle valute virtuali alla prova della disciplina giuridica*, pp. 1492-1508, 2021, p. 1501

<sup>265</sup> A. LANOTTE, *L'avvento del MiCA mette davvero fine al Crypto Far West in Europa?*, 2023, reperibile al seguente indirizzo: [https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2023/04/24/mica-crypto-regolamento-europa/#:~:text=Electronic%20money%20token%20\(e%2Dmoney,moneta%20ufficiale%20di%20un%20Paese](https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2023/04/24/mica-crypto-regolamento-europa/#:~:text=Electronic%20money%20token%20(e%2Dmoney,moneta%20ufficiale%20di%20un%20Paese).

In generale, quindi, se l'obiettivo del legislatore europeo nella disciplina delle ICO aventi ad oggetto "*other types of crypto-asset*" può essere circoscritto alla volontà di garantire un'effettiva tutela agli investitori, con riferimento alle ICO aventi ad oggetto ARTs e EMTs gli interessi coinvolti e meritevoli di tutela sono diversi e quindi è necessario prevedere una disciplina che sia attenta a garantire un'efficace protezione degli stessi nella giusta misura. Per quanto concerne le ICO aventi ad oggetto *token* collegati ad attività, le principali differenze che sussistono con la disciplina dell'emissione di "*other types of crypto-assets*" riguardano sia la procedura di autorizzazione e sia il contenuto del *White paper*<sup>266</sup>.

Per quanto riguarda il primo aspetto, nessun emittente di ART può offrire al pubblico o chiederne l'ammissione alla negoziazione nelle relative piattaforme di scambio, se non dopo aver ricevuto l'autorizzazione dell'Autorità competente dello Stato membro d'origine. Per quanto concerne, invece, il contenuto del *white paper*, oltre agli elementi che devono essere inclusi dall'emittente di "*other types of crypto-asset*", devono essere descritti in maniera analitica i dispositivi di *governance* adottati dell'emittente.

Per quanto riguarda la procedura autorizzativa, MiCA prevede l'obbligo per gli emittenti di presentare un'apposita domanda di autorizzazione contenente informazioni riguardanti il modello di *business* che l'emittente intende seguire, un parere giuridico con cui si afferma che il *token* collegato ad attività non è qualificabile come una cripto-attività esclusa dall'ambito di applicazione di MiCA e non è altresì qualificabile come un *token* di moneta elettronica, una descrizione dettagliata dei dispositivi di *governance* dell'emittente richiedente, l'identità dei soggetti coinvolti nell'organo di amministrazione, il *white paper* relativo all'ART oggetto di futura ICO e una descrizione delle politiche e dei meccanismi per il controllo interno e per la gestione dei reclami. Una volta ricevuta la domanda di autorizzazione, l'autorità competente entro sessanta giorni dalla ricezione della stessa (completa) valuta se l'emittente richiedente soddisfa tutti i requisiti richiesti dal regolamento e trasmette il progetto di decisione e la domanda di autorizzazione all'ABE, all'ESMA e alla BCE, le quali, entro venti giorni dalla ricezione della documentazione, emettono un parere sull'ammissibilità della domanda. Infine, entro venticinque giorni dalla ricezione del parere, l'autorità competente adotta una decisione motivata con cui viene concessa o rifiutata l'autorizzazione all'emittente richiedente<sup>267</sup>.

---

<sup>266</sup> S. CASARRUBEA, *Op. Cit.*, p. 234

<sup>267</sup> M. NICOTRA, *Ecco il regolamento MiCA: che cambia per crypto-asset e blockchain*, 2023, p. 15

Infine, trattandosi di *token* il cui valore è ancorato ad un sottostante, agli emittenti è imposto l'onere di costituire delle riserve volte a garantire la stabilità del valore degli ART, riserve che devono essere mantenute separate rispetto al loro patrimonio. Qualora l'emittente dovesse riservarsi la facoltà di mantenere la gestione degli *asset* utilizzati come riserva, MICA prevede apposite regole in tema di gestione e a tal proposito rileva l'articolo 37 il quale stabilisce l'obbligo per l'emittente di dotarsi di politiche, procedure e accordi contrattuali volti ad assicurare la corretta custodia di tali riserve.

Per quanto riguarda, invece, l'emissione di *token* di moneta elettronica la principale differenza rispetto a quella avente ad oggetto "*other types of crypto-assets*" risiede nel fatto che, in virtù della forte somiglianza di tali *asset* con la moneta elettronica, MICA stabilisce che essa può essere predisposta esclusivamente se l'emittente è autorizzato quale ente creditizio o istituto di moneta elettronica<sup>268</sup>.

### **3.3. La disciplina delle ICO di *token* collegati ad attività e *token* di moneta elettronica**

In relazione alle ICO il ruolo e i poteri delle autorità di vigilanza, definite dall'articolo 3 paragrafo 1 n. 35<sup>269</sup>, sono calibrati da MICA, in relazione alla fase antecedente al lancio dell'offerta, sulla base del principio di proporzionalità e sulla base della rilevanza delle tipologie di offerte e della tipologia di *token* che le stesse hanno ad oggetto. Come visto in precedenza, infatti, il ruolo delle autorità di vigilanza competenti è differente a seconda se l'ICO ha ad oggetto "*other types of crypto-asset*" oppure ha ad oggetto *token* collegati ad attività o *token* di moneta elettronica; nel primo caso il ruolo dell'autorità è fortemente ridimensionato questo perché ai fini della corretta predisposizione dell'offerta non è prevista alcuna forma di autorizzazione *ex ante* dell'emittente<sup>270</sup>; per quanto riguarda, invece, le ICO aventi ad oggetto ARTs il ruolo delle autorità di vigilanza è estremamente più rilevante, questo essenzialmente per l'obbligo da parte dell'emittente di richiedere l'espressa autorizzazione al fine di poter promuovere un'offerta al pubblico di cripto-attività<sup>271</sup>.

---

<sup>268</sup> Ai sensi dell'articolo 2 n. 1) direttiva 2009/110/CE un istituto di moneta elettronica viene definito come "una persona giuridica che è stata autorizzata ad emettere moneta elettronica conformemente al titolo IP"

<sup>269</sup> L'articolo 3 paragrafo 1 n. 35) definisce le autorità competenti come le autorità "designate da ciascuno Stato membro in conformità dell'articolo 93 relativamente agli offerenti o alle persone che chiedono l'ammissione alla negoziazione di cripto-attività diverse dai *token* collegati ad attività o dai *token* di moneta elettronica, di emittenti di *token* collegati ad attività o di prestatori di servizi per le cripto-attività;" e "designate da ciascuno Stato membro ai fini dell'applicazione della direttiva 2009/110/CE relativamente agli emittenti di *token* di moneta elettronica".

<sup>270</sup> G. GIMIGLIANO, *Payment Tokens and the Path Towards MiCA*, Italian L.J., 2022, p. 370

<sup>271</sup> C. FRIGENI, *Il mercato primario delle cripto-attività. Offerta al pubblico e regime di trasparenza nella proposta di Regolamento MICA*, in Osservatorio di diritto civile e commerciale, 2022, p. 26

Per ciò che riguarda il momento dell'offerta al pubblico vera e propria, ossia il momento in cui è aperto il periodo di sottoscrizione per gli investitori, il ruolo delle autorità di vigilanza viene uniformato per tutte le tipologie di ICO. Ai sensi dell'articolo 94, infatti, viene disciplinato il potere delle autorità di intervento in caso di rilevazione di irregolarità nell'applicazione delle disposizioni dettate da MICA. Tali poteri, e in particolare la loro applicazione, sono anch'essi graduati sulla base del principio di proporzionalità, in modo tale da garantire all'autorità di intervenire in maniera efficace in virtù delle violazioni riscontrate sull'operato degli emittenti e variano dal potere di imporre delle modifiche al *white paper* pubblicato dall'emittente al potere di sospendere o addirittura bloccare l'ammissione alla negoziazione o l'offerta al pubblico.

#### **4. QUALI SONO LE CRIPTO-ATTIVITA' RIENTRANTI NELL'AMBITO DI APPLICAZIONE DI MICA? IL PROBLEMA DELLA DEFINIZIONE IN NEGATIVO DELL'AMBITO DI APPLICAZIONE**

Dopo aver analizzato quali adempimenti e a quali soggetti sono applicate le regole previste da MICA è necessario ora analizzare a cosa e in particolare a quali fattispecie tali disposizioni sono rivolte. Al fine di comprendere tale questione è fondamentale l'analisi dell'approccio regolamentare utilizzato dal legislatore comunitario e, in relazione a ciò, è possibile affermare che MICA è strutturato sull'idea di disegnare un quadro normativo *ad hoc* per quelle cripto-attività che non presentano caratteristiche tali per poter essere ricondotte nella cornice regolamentare dettata in ambito finanziario e nell'ambito di qualsiasi altro istituto giuridico esistente a cui le cripto-attività potenzialmente possono essere ricondotte. In virtù di ciò, il legislatore comunitario adotta un'impostazione in negativo nell'identificazione dell'ambito di applicazione di MICA, il quale appunto non va a chiarire quali sono le specifiche fattispecie di cripto-attività a cui le sue regole devono essere applicate, ma piuttosto va a definire una disciplina per tutte quelle cripto-attività non regolamentate e non suscettibili quindi di riconduzione a qualsiasi assetto regolamentare esistente<sup>272</sup>.

Tale affermazione però, merita una precisazione. Come visto in precedenza, infatti, MICA non detta un regime regolamentare unico per tutte le cripto-attività rientranti nel suo ambito di applicazione, ma distingue tre regimi differenti:

- il primo applicabile ai *token* collegati ad attività;
- il secondo applicabile ai *token* di moneta elettronica;

---

<sup>272</sup> M. T. PARACAMPO, *Op. Cit.*, p. 10

- il terzo, invece, applicabile a tutte le cripto-attività non qualificabili come *token* collegati con attività o di moneta elettronica, quindi riconducibili alla generale e residuale categoria di “*other types of crypto-assets*”.

Il problema della definizione in negativo, quindi, non sussiste in relazione a tutti i regimi regolamentari. Con riferimento ai primi due, infatti, come visto nel paragrafo precedente<sup>273</sup>, il MICA stabilisce in maniera piuttosto chiara gli elementi che contraddistinguono le fattispecie di ARTs e EMTs rendendo piuttosto semplice l’attività di definizione circa quando tale regime regolamentare deve essere applicato.

Quindi, è possibile affermare che è un carattere distintivo esclusivamente del regime applicabile alla categoria di “*other types of crypto-assets*” la definizione in negativo dell’ambito di applicazione. La disposizione di MICA da cui è desumibile tale impostazione, è contenuta all’interno dell’articolo 2 paragrafo 4<sup>274</sup>, il quale, ribadisce l’inapplicabilità di MICA alle cripto-attività riconducibili a fattispecie già disciplinate nel contesto regolamentare europeo.

In virtù di tale impostazione in negativo, al fine di chiarire se una determinata cripto-attività deve o meno essere sottoposta alle regole di MICA si dovrà necessariamente procedere con un’analisi della qualificazione giuridica della singola fattispecie in esame, di modo da chiarire se sussistono gli estremi per una sua riconducibilità ad istituti giuridici espressamente esclusi dall’ambito di applicazione di MICA, oppure, invece, debba essere ricondotto alle sue regole in quanto non qualificabile alla stregua degli istituti giuridici inclusi nel paragrafo 4 dell’articolo 2 e quindi rientrante nella residuale categoria degli “*other types of crypto-assets*”. In relazione a tale impostazione in negative, quindi, emerge chiaramente il fatto che MICA non è in grado, o non intende, fornire una chiara definizione

---

<sup>273</sup> *Ivi*, pag. 134

<sup>274</sup> L’art 2 paragrafo 4 stabilisce che “*Il presente regolamento non si applica alle cripto-attività che rientrano in una o più delle definizioni seguenti: (a) strumenti finanziari; (b) depositi, compresi i depositi strutturati; (c) fondi, eccetto ove siano qualificabili come token di moneta elettronica; (d) posizioni inerenti a cartolarizzazione nel contesto di una cartolarizzazione ai sensi dell’articolo 2, punto 1, del regolamento (UE) 2017/2402; (e) prodotti assicurativi non vita o vita che rientrano nelle classi di assicurazione elencati negli allegati I e II della direttiva n. 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (27) o contratti di riassicurazione e retrocessione di cui alla stessa direttiva; (f) i prodotti pensionistici che, ai sensi del diritto nazionale, sono riconosciuti come aventi lo scopo principale di offrire all’investitore un reddito durante la pensione e che consentono all’investitore di godere di determinati vantaggi; (g) gli schemi pensionistici aziendali o professionali riconosciuti ufficialmente che ricadono nell’ambito di applicazione della direttiva (UE) 2016/2341 del Parlamento europeo e del Consiglio (28) o della direttiva 2009/138/CE; (h) i singoli prodotti pensionistici per i quali il diritto nazionale richiede un contributo finanziario del datore di lavoro e nei quali il lavoratore o il datore di lavoro non può scegliere il fornitore o il prodotto pensionistico; (i) un prodotto pensionistico individuale paneuropeo come definito all’articolo 2, punto 2), del regolamento (UE) 2019/1238 del Parlamento europeo e del Consiglio; (j) regimi di sicurezza sociale contemplati dal regolamento (CE) n. 883/2004 (30) e (CE) n. 987/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio.”*

delle varie cripto-attività rientranti nel suo ambito di applicazione. In tal senso, la definizione di *utility token* fornita dall'articolo 3 n. 9<sup>275</sup> non è sufficiente, dato che non è idonea a chiarire il confine sussistente tra siffatti *token* e le altre fattispecie escluse dall'ambito di applicazione di MICA, soprattutto con riferimento agli strumenti finanziari<sup>276</sup>.

La non capacità, o volontà, di MICA di definire correttamente le cripto-attività rientranti nel suo ambito di applicazione, è altresì desumibile nella previsione in cui viene rimesso in capo al promotore di una ICO l'obbligo di includere nel *white paper* la dichiarazione con cui si afferma che l'offerta promossa non costituisce un'offerta o una sollecitazione all'acquisto di strumenti finanziari, rimettendo così in capo all'emittente l'obbligo di assicurarsi *ex ante* circa la non qualificabilità del *token* oggetto di offerta come strumento finanziario<sup>277</sup>.

L'esistenza di tale problematica è stata evidenziata in innumerevoli occasioni; la BCE, per esempio, sottolinea la necessità di definire con maggior chiarezza la distinzione tra le cripto-attività che possono essere qualificate come strumenti finanziari e quelle che rientrerebbero nell'ambito di applicazione della proposta di regolamento MiCA<sup>278</sup>. Della medesima opinione è Il Comitato Economico e Sociale Europeo (CESE), il quale ha più volte sollecitato l'elaborazione di criteri più dettagliati per la classificazione delle cripto-attività, in particolare per i *token* inquadrabili come *hybrid token*, in virtù della contemporanea presenza di caratteristiche riconducibili a più di una categoria di cripto-attività della tassonomia maggiormente utilizzata in dottrina<sup>279</sup>. Infine, la stessa preoccupazione, è stata sollevata da innumerevoli rispondenti al già citato Documento di Discussione della Consob pubblicato nel marzo 2019<sup>280</sup>.

---

<sup>275</sup> Ai sensi dell'articolo 3 n. 9) gli *utility token* vengono definiti come “un tipo di cripto-attività destinato unicamente a fornire l'accesso a un bene o a un servizio prestato dal suo emittente”

<sup>276</sup> F. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, in *Diritto Bancario*, 2020, p. 13

<sup>277</sup> Tale previsione è contenuta all'interno dell'articolo 6 paragrafo 7 let. c) il quale statuisce che “La sintesi contiene un'avvertenza secondo cui: (...) c) l'offerta al pubblico della cripto-attività non costituisce un'offerta o una sollecitazione all'acquisto di strumenti finanziari e una simile offerta o sollecitazione può essere effettuata solo mediante prospetto o altri documenti di offerta ai sensi del diritto nazionale applicabile”

<sup>278</sup> BCE, *Parere della Banca Centrale Europea del 19 febbraio 2021 su una proposta di regolamento del 9 Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, 2021

<sup>279</sup> CESE, *Parere del Comitato economico e sociale europeo su: Proposta di regolamento del Parlamento 10 europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, 2021

<sup>280</sup> In tale contesto c'è da dire che i dubbi sono stati sollevati con riferimento ai criteri delineati dalla Consob, ma nonostante questo, dalle risposte presentate al Documento di discussione è emerso con chiarezza il dubbio circa quando un *token* deve essere ricondotto alla categoria di strumenti finanziari e, quindi, è stata altresì ravvisata la necessità di intervenire con criteri più chiari per garantire una corretta ed efficace applicazione delle disposizioni applicabili.

#### 4.1. La rilevanza pratica del problema

Tale questione, pur essendo di natura prettamente interpretativa, non ha risvolti esclusivamente teorici, dato che dalla stessa sorgono numerosi problemi e limiti dal punto di vista pratico dell'impostazione adottata dal legislatore europeo.

In primis sussiste il problema della qualificazione dei *token* ibridi<sup>281</sup>, i quali, per definizione, presentando elementi tipici di più di una fattispecie di cripto-attività e possono quindi essere potenzialmente qualificabili sia alla stregua di istituti giuridici per cui è espressamente esclusa l'applicazione di MICA in base all'articolo 2 paragrafo 4 (come, ad esempio, gli strumenti finanziari) e sia, presentando tratti distintivi della categoria di *utility tokens*, qualificabili come cripto-attività rientranti nell'ambito di applicazione del Regolamento<sup>282</sup>. In questi casi, infatti, non è chiaro se il *token*, la sua emissione e i relativi servizi aventi lo stesso ad oggetto debbano essere sottoposti alle regole dettate da MICA oppure debbano invece essere ricondotti alle regole previste per l'altro o gli altri istituti di cui il *token* presenta le caratteristiche<sup>283</sup>.

In secondo luogo, poi, un ulteriore elemento problematico è quello che concerne il rapporto in termini di ambito di applicazione tra MiFID II e MICA. A causa di un recepimento non totalmente uniforme da parte degli Stati membri della Direttiva del 2014 con particolare riferimento alla nozione di strumento finanziario<sup>284</sup>, un *token*, in base alla normativa interna degli Stati membri, potrebbe essere qualificato come strumento finanziario in uno Stato membro, mentre in un altro potrebbe non essere qualificato come tale e il problema è particolarmente rilevante in tema di cripto-attività dato il loro carattere fortemente transnazionale, che comporta la ben possibile contemporanea operatività e presenza di *token* in più di uno Stato membro. Questi due elementi combinati insieme, infatti, possono comportare l'obbligo per l'emittente di sottostare a due regimi regolamentari diversi per la medesima offerta<sup>285</sup>.

---

<sup>281</sup> V. FERRARI, *The Regulation of Crypto-Assets in the EU - investment and payment tokens under the radar*, Maastricht Journal of European and Comparative Law, pp. 325-442, 2020, p. 329

<sup>282</sup> Y. DAUDRIKH, *The Legal Status of Crypto-Assets Issuers in the Light of the Proposed MICA Regulation*, Law in the Digital Age, Vol 3 No. 2, 2022, p. 67

<sup>283</sup> A. BLADIN, A. CLOOTS, *Global Cryptoassets Regulatory Landscape Study*, Cambridge: University Press, 2019, p. 18

<sup>284</sup> T. TOMCZAK, *Crypto-assets and crypto-assets' subcategories under MICA Regulation*, Capital Markets Law Journal, Vol. 17, No. 3, 2022, p. 370

<sup>285</sup> EUROPEAN PARLIAMENT, *Remaining regulatory challenges in digital finance and cryptoassets after MICA*, 2021, p. 90

Un altro punto critico di tale impostazione è quello concernente la tutela degli investitori, primario obiettivo perseguito da parte del legislatore europeo con MICA e in tema di disciplina finanziaria. Con una definizione non perfettamente chiara circa l'applicabilità di MICA o della disciplina dettata in ambito finanziario per un determinato *token*, infatti, si corre il rischio di favorire comportamenti elusivi in base al quale procedure di sollecitazione del pubblico risparmio che, in virtù delle caratteristiche conferite al *token* e delle modalità con cui viene strutturata l'offerta dall'emittente, dovrebbero sottostare alle disposizioni dettate in materia di servizi finanziari, finiscano invece per ricadere nell'ambito di applicazione di MICA; le cui regole, pur fissando oneri di disclosure ben precisi per gli emittenti, risultano essere meno stringenti rispetto agli adempimenti richiesti dalla MiFID II e dal Regolamento Prospetto.

Infine, un importantissimo punto critico dell'impostazione adottata dal legislatore comunitario è quello concernente la posizione degli emittenti. Come visto in precedenza, infatti, nella fase antecedente all'emissione non interviene per tutte le tipologie di ICO un'autorizzazione da parte dell'autorità competente con cui accerta la corretta qualificazione del *token*, questo perché l'onere di determinare la corretta disciplina applicabile viene rimessa esclusivamente in capo all'emittente, il quale, con una dichiarazione contenuta all'interno del *white paper*, deve avvertire che l'offerta da lui predisposta categoricamente "*non costituisce un'offerta o una sollecitazione all'acquisto di strumenti finanziari*". Lo stesso MICA, poi, stabilisce che l'intervento delle autorità competenti volto a contestare la qualificazione del *token* può avvenire esclusivamente *ex post* mediante l'esercizio dei suoi poteri di vigilanza e, in base al disposto dell'articolo 94, viene conferito loro il potere di sospendere o vietare l'offerta al pubblico in caso di violazione delle disposizioni presenti nel regolamento<sup>286</sup>.

Tale impostazione comporta importanti problemi di certezza del diritto. Questo perché gli emittenti risultano esposti all'eventualità che l'autorità competente contesti la qualificazione data dagli stessi al *token* oggetto della loro offerta, comportando una ridefinizione della disciplina applicabile, non nel momento immediatamente antecedente al lancio dell'offerta, ma in un momento in cui la stessa è già stata lanciata e potenzialmente ha già riscontrato

---

<sup>286</sup> A tal proposito rileva il disposto delle lett. l) e m) del paragrafo 1 dell'articolo 94, le quali prevedono rispettivamente, il potere dell'autorità competente "*di sospendere l'offerta al pubblico o l'ammissione alla negoziazione di cripto-attività per un massimo di 30 giorni lavorativi consecutivi ogni volta in cui vi siano fondati motivi di sospettare che il presente regolamento sia stato violato*" e "*di vietare l'offerta al pubblico o l'ammissione alla negoziazione di cripto-attività qualora accertino che il presente regolamento è stato violato o vi siano fondati motivi di sospettare che sarebbe violato*"

l'accettazione da parte di diversi investitori<sup>287</sup>. Tale problema poi, risulta rilevante non solo in virtù del rischio di possibile riqualificazione del *token* e dell'offerta una volta che la stessa è già stata lanciata, ma assume rilevanza anche in relazione a quanto disposto dall'articolo 15, il quale, recante disposizioni in tema di "Responsabilità per le informazioni fornite in un *White Paper* sulle cripto-attività", prevede espressamente la responsabilità dei membri dell'organo di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente nei confronti del possessore delle cripto-attività per qualsiasi perdita subita a causa di tale violazione.

#### **4.2. Dimenticanza o scelta del legislatore?**

L'eventuale nascita di dubbi circa l'applicazione di MICA in realtà è stata ipotizzata dalla Commissione già nella fase di redazione dello stesso. La relazione introduttiva della proposta, infatti, precisa che: "*La proposta di regolamento conferisce alla Commissione il potere di adottare atti delegati per specificare alcuni elementi, requisiti e disposizioni secondo quanto stabilito dal regolamento*"<sup>288</sup> e nella sua versione definitiva la consapevolezza dell'esistenza di tale problema è desumibile dalla lettura combinata del considerando 14 e dell'articolo 97, i quali, riconoscono appunto la presenza di divergenze nella classificazione delle cripto-attività e di dubbi circa quando una cripto-attività deve essere considerata uno strumento finanziario ai fini della determinazione della disciplina applicabile.

In sostanza, quindi, non si può parlare di dimenticanza da parte del legislatore in relazione all'oggettivo problema dell'ambito di applicazione di MICA. Anzi, le due disposizioni sopracitate confermano la volontà da parte del legislatore europeo di andare ad intervenire al fine di risolvere il problema, eliminando così qualsiasi dubbio interpretativo.

La soluzione che viene proposta dal legislatore prevede il coinvolgimento dell'ESMA tramite l'emanazione di apposite linee guida per fornire a Stati membri, autorità competenti nazionali e operatori, indicazioni chiare in relazione alla qualificazione giuridica delle cripto-attività. Detto questo, però, il legislatore comunitario, salva la possibilità di prevedere un test all'interno delle linee guida, non fornisce indicazioni chiare e altresì non identifica i criteri che dovranno essere utilizzati nella redazione delle stesse, lasciando così carta bianca all'ESMA.

---

<sup>287</sup> D. A. ZETSCHE, F. ANNUNZIATA, D. W. ARNER, R. P. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets regulation (MiCA) and the EU digital finance strategy*, Capital Markets Law Journal Vol 16, No. 2, 2021 p. 220

<sup>288</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, 2020, p. 16

Il coinvolgimento dell'ESMA in relazione all'applicazione del regolamento MICA in realtà non è circoscritto esclusivamente a tale aspetto. Già nel luglio di quest'anno, infatti, la stessa autorità ha iniziato a pubblicare svariati standard tecnici al fine di chiarire gli aspetti più incerti dal punto di vista applicativo del nuovo regolamento e il termine dei lavori è previsto per il 30 giugno 2024, giorno in cui verranno pubblicati i testi definitivi di tutti gli standard tecnici previsti<sup>289</sup>. La pubblicazione della bozza del documento contenente le linee guida per la risoluzione del problema della qualificazione giuridica di un *token* alla stregua di strumento finanziario o fattispecie rientrante nell'ambito di applicazione di MICA è prevista per il primo trimestre del 2024 e solo allora sarà possibile verificare l'efficacia della proposta dell'ESMA.

In virtù della chiara scelta adottata dal legislatore di provare a risolvere il problema della questione interpretativa con lo strumento delle linee guida, nei prossimi paragrafi si cercherà di individuare gli eventuali criteri ed elementi che potrebbero essere utilizzati dall'ESMA al fine di chiarire in maniera efficace quando una cripto-attività deve essere considerata uno strumento finanziario e quando, invece, deve essere trattata come fattispecie rientrante nell'ambito di applicazione di MICA. Oltre a ciò, però, verrà analizzata un'ulteriore possibile soluzione, che in virtù di alcune sue caratteristiche che verranno meglio analizzate in seguito, potenzialmente può avere un'efficacia maggiore in termini di soluzione al problema in questione.

A tal proposito, importante è evidenziare come il problema sussista principalmente con riferimento alla categoria di cripto-attività diverse da *token* collegati ad attività e da *token* di moneta elettronica, questo per due ragioni fondamentali. In primis va evidenziato il fatto che il MICA offre una precisa definizione delle fattispecie di *token* collegati ad attività e *token* di moneta elettronica, mettendone in evidenza caratteristiche ed elementi costitutivi, rendendo così piuttosto agevole per l'operatore chiarire se il suo *token* oggetto d'offerta al pubblico deve o meno qualificato come tale e quindi sottostare alle regole previste per le stesse.

In secondo luogo, va poi detto che, come evidenziato in precedenza, il problema dell'incertezza del diritto in capo agli emittenti dovuta ai dubbi circa la corretta qualificazione giuridica del proprio *token* è estremamente rilevante per quelle tipologie di ICO in cui non è prevista, in base alle regole stabilite da MICA, un'autorizzazione *ex ante*

---

<sup>289</sup> AA. VV., *MiCAR: i primi standard tecnici in consultazione*, 2023, in *Diritto Bancario*, <https://www.dirittobancario.it/art/micar-i-primi-standard-tecnici-in-consultazione/>

da parte dell'autorità competente, ma è previsto solamente un potere di intervento quando l'offerta è già operativa. Questo problema, considerando il fatto che nelle ICO di *token* collegati ad attività è prevista una forma di autorizzazione *ex ante* alla pubblicazione del *white paper* e al lancio dell'offerta, sussiste principalmente con riferimento alle ICO aventi ad oggetto "*other types of crypto-assets*" e *token* di moneta elettronica dove appunto tale controllo non è previsto.

Con particolare riferimento, però, ai *token* di moneta elettronica va evidenziato che, come appena visto, il legislatore ha chiarito in maniera piuttosto soddisfacente gli elementi e i caratteri distintivi di tale categoria di cripto-attività e, in virtù di ciò, non risulterà difficoltoso per l'operatore chiarire se il *token* oggetto della sua offerta deve o meno qualificarsi come tale. Quindi, nel momento in cui un *token* dovesse qualificarsi come *e-money token*, automaticamente non risulterebbe qualificabile come strumento finanziario, questo in virtù del disposto dell'articolo 48 con cui viene chiarito che i *token* di moneta elettronica, pur essendo disciplinati da MICA, sono considerati moneta elettronica<sup>290</sup> conformemente a quanto sancito dalla direttiva 110/2009/CE.

In virtù di quanto detto, quindi, il vero problema di definizione dell'ambito di applicazione di MICA e della MIFID riguarderà la categoria residuale delle "*other types of crypto-assets*" e, quindi, le soluzioni utilizzabili per risolvere il problema della qualificazione giuridica delle cripto-attività oggetto di ICO, verteranno sulla distinzione tra questa categoria e quella degli strumenti finanziari.

## **5. LE LINEE GUIDA DELL'ESMA. PROFILI RILEVANTI CHE DOVREBBERO ESSERE VALUTATI DALL'AUTORITÀ**

Dopo aver analizzato quello che potrebbe considerarsi il problema centrale in cui è incorso il legislatore comunitario con MICA, è necessario ora valutare le possibili soluzioni che potrebbero essere utilizzate, evidenziando sin da subito che, in virtù del carattere fortemente transnazionale del fenomeno, un ruolo centrale in tal senso dovrà necessariamente essere svolto dal legislatore comunitario, mentre quello interno dovrà svolgere un'attività che nonostante risulterà centrale, dovrà comunque essere di supporto.

La prima soluzione che verrà analizzata è quella prospettata dallo stesso legislatore europeo all'interno di MICA, la quale, prevede, come già visto, un coinvolgimento mediante l'emanazione di linee guida e standard tecnici al fine di chiarire eventuali "punti d'ombra"

---

<sup>290</sup> L'articolo 48 paragrafo 2 prevede espressamente che "*I token di moneta elettronica sono considerati moneta elettronica*".

concernenti il Regolamento. Ciò che si cercherà di identificare, sono i criteri ed in particolare gli elementi, che dovrebbero essere utilizzati dall'ESMA allo scopo di fornire agli operatori ed in particolare agli emittenti, un chiarimento utile circa quando un *token* deve essere considerato uno strumento finanziario e quando, invece, non lo deve essere e quindi rientrare nell'ambito di applicazione di MICA<sup>291</sup>.

### **5.1. Il contenuto delle linee guida e degli standard tecnici**

In considerazione del fatto che il legislatore europeo preveda solo l'emanazione di linee guida e standard tecnici da parte dell'ESMA senza però andare a chiarire il contenuto delle stesse, di fatto quali potrebbero essere tali criteri e condizioni utili a chiarire quando una cripto-attività deve essere considerata come strumento finanziario? Potenzialmente due sono le strade percorribili. O si individuano le caratteristiche che, se presenti, determinano la riconduzione di un *token* alla categoria di strumenti finanziari, oppure si individuano le caratteristiche e gli elementi che comportano, se presenti, la riconduzione di un *token* alla categoria di "*other types of crypto-assets*". Preferibile è la prima soluzione, questo in virtù del fatto che la categoria di "*other types of crypto-assets*" è per definizione una categoria aperta, suscettibile appunto di includere tutte quelle fattispecie di cripto-attività non riconducibili a nessuno degli istituti giuridici esclusi dall'ambito di applicazione di MICA in base al disposto dell'articolo 2 paragrafo 4.

Per identificare tali elementi, quindi, è necessario interrogarsi in merito a quali siano gli elementi che contraddistinguono gli asset considerati strumenti finanziari inclusi nell'Allegato I Sezione C MiFID II. A livello comunitario la nozione di strumento finanziario, per quel che concerne il segmento che più confina con il fenomeno delle cripto-attività, si basa su tre elementi: (i) la finanziarietà; (ii) la serialità; (iii) la negoziabilità.

Per quanto concerne la serialità, si tratta di un elemento che contraddistingue gli strumenti finanziari ma che non rileva pienamente per la distinzione con le cripto-attività soggette alle regole MICA, questo essenzialmente perché tali fattispecie, al pari degli strumenti finanziari, presentano necessariamente l'elemento della serialità, questo in virtù del disposto dell'articolo 2 paragrafo 3, il quale, espressamente chiarisce che "*Il presente regolamento non si applica alle cripto-attività che sono uniche e non fungibili con altre cripto-attività*"

---

<sup>291</sup> A tal proposito rileva quanto sancito dal considerando 14, il quale, espressamente prevede che "*Al fine di garantire una chiara distinzione tra, da un lato, le cripto-attività disciplinate dal presente regolamento e, dall'altro, gli strumenti finanziari, l'ESMA dovrebbe essere incaricata di emanare orientamenti sui criteri e sulle condizioni per la qualificazione delle cripto-attività come strumenti finanziari*"

e, quindi, tutte le cripto-attività rientranti nel suo ambito di applicazione sono fungibili e quindi seriali.

Con riferimento, invece, all'elemento della negoziabilità, esso deve essere preso in considerazione in virtù della sua sussistenza in tutti gli *asset* che, in base all'Allegato I Sezione C MiFID II, rientrano nella categoria di strumenti finanziari. Con riferimento a tale elemento l'ESMA dovrebbe chiarirne il significato e in particolare quando esso si deve intendere sussistente e, in virtù di una più o meno indeterminata nozione, la sua presenza si dovrebbe considerare soddisfatta nel momento in cui *l'asset* risulta concretamente e generalmente trasferibile e dunque idoneo a formare oggetto di transazioni sul mercato<sup>292</sup>.

In relazione a tale elemento, però, va detto che lo stesso MICA istituzionalizza le piattaforme di negoziazione di cripto-attività e, quindi, appare chiaro il fatto che tale caratteristica sia ravvisabile non solo nelle cripto-attività rientranti nella definizione di strumento finanziario, ma anche in quelle emesse in base alle regole del MICA stesso<sup>293</sup>.

Nonostante la rilevanza dell'elemento della negoziabilità, però, il vero fulcro della distinzione tra cripto-attività e strumenti finanziari che dovrà essere meglio specificata dall'ESMA ruota attorno all'elemento della finanziarietà che rappresenta la dimensione funzionale del bene e può dipendere sia dalla natura giuridico-economica del medesimo e sia da una sua caratteristica estrinseca. La finanziarietà può essere intesa come l'instaurazione di una relazione tra un impiego di ricchezza, un rischio correlato a tale impiego e un'aspettativa di rendimento di natura finanziaria.

In relazione a tale fattispecie l'ESMA dovrebbe chiarire ciò che rileva ai fini della sua sussistenza è la funzione oggettivamente assoluta nel contesto sociale di riferimento e non l'apprezzamento individuale del soggetto che si interfaccia con tale bene<sup>294</sup>.

Restringendo ora il focus, una categoria di strumenti finanziari che crea non pochi profili di incertezza in relazione alle cripto-attività sono i valori mobiliari, questo essenzialmente per il fatto che a differenza della generale categoria di strumenti finanziari, la categoria dei valori mobiliari è parzialmente aperta<sup>295</sup>. Al fine di garantire uno strumento efficace per distinguere le cripto-attività che devono essere considerate valori mobiliari, l'ESMA potrebbe

---

<sup>292</sup> A. ANNUNZIATA, *Op Cit.*, p. 109

<sup>293</sup> M. CIAN, *Op Cit.*, p. 60

<sup>294</sup> *Ibid.*, p. 62

<sup>295</sup> Il carattere aperto della categoria dei valori mobiliari può essere desunto dalla stessa definizione di valore mobiliare dell'articolo 4 paragrafo 1 n. 44), il quale, precisa che con valore mobiliare si intende "categorie di valori, (...), che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, ad esempio: (...)". Il carattere aperto della definizione è desumibile proprio dal fatto che i valori mobiliari citati non costituiscono un elenco tassativo, ma solamente degli esempi di ciò che deve essere considerato un valore mobiliare

concentrarsi sulle caratteristiche che contraddistinguono tali particolari tipologie di strumenti finanziari, che sono: il già analizzato elemento della negoziabilità e la sussistenza di diritti di profitto connessi, che possono sostanziarsi sia sotto forma di un diritto di proprietà (e quindi partecipazione agli utili) e sia sotto forma di un diritto di credito. Ai fini della riconducibilità di un *token* a tale categoria, ciò che rileva sono i diritti connessi al *token*, i quali, se sono configurabili al pari di quelli garantiti dagli *asset* considerati alla stregua di valori mobiliari, comportano la qualificazione del *token* come valore mobiliare<sup>296</sup>. Chiaramente la difficoltà interpretativa in tal senso per gli emittenti non sussiste in relazione ai c.d. *token* puri, ossia quelli che presentano esclusivamente caratteristiche tipiche di *utility*, *payment*, o *security token*, questo perché è ampiamente riconosciuta in dottrina la riconducibilità della sola categoria dei *security token* all'alveo dei valori mobiliari e quindi degli strumenti finanziari. Il problema sussiste, invece, con riferimento ai *token* ibridi e in relazione a tali situazioni l'ESMA potrebbe adottare un approccio più o meno restrittivo, dato che da una parte potrebbe chiarire all'interno delle sue linee guida che un *token* di utilità rimane tale esclusivamente se non presenta, insieme al diritto di godimento del bene o servizio promesso, alcun diritto di carattere remunerativo e la sua negoziabilità non assolve una funzione essenzialmente speculativa; dall'altra, invece, potrebbe chiarire che un *token* di utilità continuerà a qualificarsi come tale (e quindi non come valore mobiliare) anche quando presenta alcuni tratti tipici dei valori mobiliari, ma nonostante questo, i diritti dallo stesso conferiti e le sue caratteristiche prevalenti sono quelle tipiche della categoria degli *utility token*. In altre parole, in questa seconda possibile soluzione, piuttosto che dar peso alla presenza o meno delle caratteristiche tipiche dei valori mobiliari, si dà rilevanza a quali tipologie di diritti prevalgono nel *token*.

Optando per il primo orientamento l'ESMA si allineerebbe con l'impostazione adottata dalla SEC negli ultimi anni, la quale, mediante l'applicazione del *Howey Test* ha bloccato numerose offerte al pubblico di cripto-attività che presentavano evidenti e numerosi elementi idonei a ricondurle alla categoria di *utility token* ma che allo stesso tempo presentavano alcuni tratti tipici dei *Securities*. Ne costituisce un esempio fondamentale l'azione promossa dalla SEC nei confronti di Binance e della propria *Initial Coin Offering*. In tale circostanza, infatti, Binance ha lanciato una ICO avente ad oggetto Binance Coin (BNB), i quali, in base a quanto illustrato dalla stessa piattaforma, presentano prevalentemente caratteristiche

---

<sup>296</sup> M. HOBZA, *ICOs, Cryptoassets and MIFID II: Are Tokens Transferable Securities?*, Prague Law Working Paper Series, 2020, p. 9

tipiche degli *utility token*<sup>297</sup>. Nonostante questo, però, la SEC ha contestato la mancata applicazione delle disposizioni del *Security Act* per il fatto che sono stati ravvisati alcuni tratti tipici dei contratti d'investimento<sup>298</sup>.

Forse, però, per due motivazioni principali, preferibile è l'adozione del secondo orientamento. In primo luogo, esso risulta più idoneo a ricondurre giustamente all'alveo degli strumenti finanziari le sole crypto-attività che effettivamente presentano numerosi tratti tipici degli *asset* inclusi nella categoria degli strumenti finanziari e che quindi, determinano, anche sulla scia del terzo criterio del Test di *Howey*, la presenza o quanto meno la prevalenza dell'aspettativa di profitto rispetto a quella di consumo *nell'asset* oggetto d'offerta.

In secondo luogo, poi, tale orientamento risulta preferibile perché si adatterebbe meglio al *framework* regolamentare che si verrà a creare una volta che MICA entrerà in vigore. Questo essenzialmente perché, a differenza di ciò che avviene negli Stati Uniti, se un *token* non dovesse essere qualificato come strumento finanziario, comunque verrebbe ricondotto ad una disciplina che, pur non prevedendo gli stessi obblighi imposti dalla disciplina dettata in ambito finanziario, prevede presidi e forme di tutele per gli investitori. In virtù di ciò, quindi, appare corretto ricondurre un *token* all'applicazione della disciplina dettata in materia finanziaria solamente nel momento in cui effettivamente gli elementi e i tratti distintivi che caratterizzano maggiormente il *token* sono quelli degli strumenti finanziari.

L'attività di individuazione degli elementi che contraddistinguono gli strumenti finanziari, non è l'unica soluzione utilizzabile dall'ESMA nella redazione delle sue linee guida. Un'altra soluzione percorribile, infatti, potrebbe consistere nella predisposizione di un test pratico utilizzabile dagli emittenti e volto a valutare ed analizzare le caratteristiche del *token* rispetto a quelle dei vari *asset* che compongono la categoria di strumenti finanziari, al pari di quanto fatto dalla MFSA a Malta.

Come visto nel secondo capitolo, infatti, il legislatore maltese nell'emanazione del *Virtual Financial Asset Act* (VFAA), volto proprio a disciplinare l'emissione di *Virtual Financial Asset*, era ben conscio delle possibili difficoltà riscontrabili da un emittente o un prestatore di servizi nell'identificare quale debba essere la disciplina applicabile, questo soprattutto

---

<sup>297</sup> In base alle caratteristiche descritte nel *White paper* Binance Coin (BNB) permette ai sottoscrittori la possibilità di usufruire di sconti per l'utilizzo dei servizi messi a disposizione da Binance, permette un risparmio sulle commissioni applicate dalla piattaforma sulle transazioni effettuate ed infine permette di partecipare alle vendite esclusive di *token* promosse sulla piattaforma.

<sup>298</sup> SEC, *Files 13 Charges Against Binance Entities and Founder Changpeng Zhao*, 2023, reperibile al seguente indirizzo: <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-101>

considerando il fatto che, al pari di MICA, il VFAA identifica in negativo il suo ambito di applicazione. Per tale ragione ha rimesso in capo al MFSA il compito di emanare delle linee guida contenenti un test pratico volto a fornire un concreto chiarimento agli operatori circa la disciplina che deve essere applicata al loro *token*<sup>299</sup>.

Ciò che potrebbe fare l'ESMA, quindi, è proprio la creazione di un test eseguibile da parte degli emittenti per chiarire se il *token* oggetto della loro offerta deve essere considerato uno strumento finanziario. Tale test potrebbe essere strutturato in vari passaggi, ognuno volto ad appurare la riconducibilità o meno del *token* oggetto d'offerta alle varie categorie di asset costituenti gli strumenti finanziari.

In relazione a ciò, utile è la suddivisione degli strumenti finanziari in due categorie:

- la prima categoria concernente gli strumenti finanziari diversi dai derivati, quindi: i valori mobiliari, gli strumenti del mercato monetario, le quote di organismi di investimento collettivo del risparmio e le quote di emissioni rappresentative di unità conformi alla Direttiva 2003/87/CE;
- la seconda, invece, relativa proprio agli strumenti derivati<sup>300</sup>.

Partendo dall'analisi di questa seconda categoria di strumenti finanziari, va detto che non sussistono particolari dubbi circa la riconducibilità di un *token* a tale categoria o a quella di cripto-attività diverse dai *token* collegati ad attività o *token* di moneta elettronica, questo essenzialmente per il fatto che se un *token* dovesse presentare l'elemento tipico dei contratti derivati consistente nel suo collegamento ad un'attività sottostante, allora l'indagine circa la disciplina applicabile non dovrà essere fatta in relazione alla categoria di "*other types of crypto-assets*", ma piuttosto rispetto alla categoria di *token* collegati ad attività e considerando il fatto che dal punto di vista interpretativo, come visto, i dubbi non sussistono tanto in relazione alla disciplina prevista per i *token* di moneta elettronica e dei *token* collegati ad attività in virtù della determinazione in positivo dei relativi elementi costitutivi ma piuttosto con riferimento alla disciplina residuale prevista per la categoria degli "*other types of crypto-assets*", grosse problematiche interpretative in tal senso non sussistono e in virtù di ciò, quindi, neppure la necessità di un preciso chiarimento da parte dell'ESMA.

Detto questo, la strutturazione del test da parte dell'ESMA, dovrebbe essere fatta in relazione alla categoria di strumenti finanziari diversi dai derivati.

---

<sup>299</sup> F. CALLEGARO, *Virtual Financial Assets: un primo complesso approccio legislativo. Analisi della Regolamentazione Maltese*, in *Diritto Bancario*, 2019, p. 2

<sup>300</sup> F. ANNUNZIATA, *Op Cit.*, p. 105

La prima tipologia di strumenti finanziari rientranti in tale categoria che dovrebbe essere vagliata rispetto al *token* oggetto del test sono i valori mobiliari. In relazione a tali fattispecie, l'ESMA potrebbe strutturare la prima parte del test prendendo spunto dalla posizione delle autorità competenti nazionali desumibile dal report pubblicato dall'ESMA nel 2019<sup>301</sup>. Come visto in precedenza, infatti, l'ESMA ha rilevato come la maggior parte delle autorità rispondenti ha ritenuto sufficienti al fine di qualificare un *token* come valore mobiliare la presenza di un diritto di profitto connesso al *token* e l'elemento dell'idoneità alla negoziazione<sup>302</sup>. In virtù di ciò, quindi, la parte del test volta a verificare la riconducibilità di un *token* alla categoria dei valori mobiliari potrebbe consistere in una verifica volta ad accertare la sussistenza congiunta di questi due elementi. Se il *token* dovesse risultare negoziabile e conferire altresì un diritto alla partecipazione agli utili o un qualsiasi altro diritto di profitto tipico dei valori mobiliari, allora dovrebbe essere qualificato come tale.

Per quanto concerne, invece, gli strumenti del mercato monetario l'ESMA potrebbe dare rilevanza ai medesimi elementi considerati fondamentali dall'autorità maltese, quindi: la maturità del titolo, che negli strumenti del mercato monetario non può essere superiore a 397 giorni; la qualificabilità come buoni del tesoro, certificati di deposito, carte commerciali o *asset* con caratteristiche equivalenti; ed infine l'elemento della negoziabilità. Se il *token* dovesse presentare tali elementi, allora dovrebbe essere considerato uno strumento del mercato monetario e, quindi, uno strumento finanziario.

Passando alle quote di emissione, c'è da dire che in relazione a tali fattispecie la distinzione con i *token* che dovrebbero rientrare nell'ambito di applicazione di MICA non risulta particolarmente complessa, questo in virtù delle precise caratteristiche richieste dalla direttiva 87/2003/CE ai fini della qualificazione di un *asset* come quota di emissione, per tale ragione l'ESMA potrebbe rifarsi integralmente proprio tali requisiti nell'ideazione del test<sup>303</sup>.

Infine, sempre con riferimento alla categoria di strumenti finanziari diversi dai derivati, il *token* dovrebbe essere altresì non qualificabile come quota di organismi di investimento collettivo del risparmio. In relazione a ciò, i criteri rilevanti che potrebbero essere utilizzati

---

<sup>301</sup> ESMA, *Advice on initial coin offering and crypto-assets*, 2019

<sup>302</sup> T. D. BEAUCHAMP, S. P. WINK, S. HAWKINS, *Crypto-asset trading platforms: A regulatory trip around the world*, 2019, p. 11

<sup>303</sup> La direttiva 87/2003/CE in particolare richiede, ai fini della qualificazione di un *asset* come quota di emissione, i seguenti elementi: (i) L'*asset* deve essere emesso da un'autorità competente ex articolo 18; e (ii) la procedura di emissione deve necessariamente rispettare le regole previste dalla stessa direttiva.

dall'ESMA sono: (i) la presenza all'interno del *White paper* di un accordo che abbia ad oggetto l'investimento collettivo di capitale; e (ii) la presenza di uno dei seguenti accordi:

- il contributo dei partecipanti viene messo in comune al fine dell'esercizio dell'attività di investimento;
- il *token* oggetto di ICO deve essere rimborsabile o riacquistabile dall'emittente su richiesta dei titolari;
- gli asset digitali vengono essere emessi costantemente in blocchi con intervalli di tempo brevi<sup>304</sup>.

Se, dalle informazioni fornite dall'emittente in fase di compilazione del test, emerge la contemporanea sussistenza di tutti questi requisiti, allora il test dovrebbe dare come risultato la qualificazione del *token* come strumento finanziario in virtù della sua assimilazione come quota di organismi di investimento collettivo del risparmio.

L'utilizzo dello strumento delle linee guida al fine di superare le incertezze interpretative circa la qualificazione giuridica di un *token* ha sicuramente il pregio di fornire uno strumento altamente flessibile e pratico agli operatori per chiarire la qualificazione giuridica del *token* oggetto della loro offerta e di conseguenza chiarire la disciplina applicabile alla stessa. Nonostante questo però, tale soluzione presenta non poche problematiche in relazione al fatto che, benché la materia dei servizi finanziari sia regolamentata sulla base di un *framework* normativo comunitario, esistono importanti differenze nelle legislazioni degli Stati membri circa le modalità di recepimento della Direttiva MiFID II<sup>305</sup> e in particolare sussistono non indifferenti diversità rispetto alla definizione di strumento finanziario, il cui significato è stato recepito in alcuni Stati mediante un elenco restrittivo e tassativo di casistiche, in altri invece, è stato recepito utilizzando interpretazioni più ampie e in grado di includere più fattispecie<sup>306</sup>. Per tale ragione, un intervento di chiarimento da parte dell'ESMA mediante linee guida e standard tecnici potrebbe non riuscire ad incidere in maniera adeguata su tali differenze di recepimento e, quindi, potrebbe non essere in grado di risolvere completamente il problema della qualificazione giuridica delle cripto-attività in maniera uniforme in tutto il territorio dell'Unione. Questo avrebbe una rilevanza pratica estremamente importante, dato che un recepimento non omogeneo del concetto di strumento finanziario tra gli Stati membri può comportare che un *token* emesso in fase di ICO da un

---

<sup>304</sup> MFSA, *Guidance notes to the Financial Instrument Test*, 2019, p. 16

<sup>305</sup> T. D. BEAUCHAMP, S. P. WINK, S. HAWKINS, *Op. Cit.* p. 12

<sup>306</sup> ESMA, *Op. Cit.* p. 39

emittente potrebbe essere qualificato come strumento finanziario in alcuni Stati e di contro, come cripto-attività rientrante nell'ambito di applicazione di MICA in altri.

## 6. UNA SOLUZIONE ALTERNATIVA

Le eventuali linee guida dell'ESMA non sono l'unica via d'uscita possibile. Un'altra soluzione utilizzabile, infatti, è quella suggerita dall'ESMA e contenuta all'interno del già citato Allegato I del Documento intitolato “*Legal qualification of crypto-assets — Survey to NCAs*”<sup>307</sup>, in cui si propone di modificare la Direttiva MiFID II Allegato I Sezione C, mediante l'introduzione di un nuovo punto (punto C12)), specificatamente riferito alle cripto-attività che rientrano nella categoria di strumenti finanziari.

Va preliminarmente detto che tale proposta, essendo contenuta nel documento sopracitato pubblicato nel 2019, non è stata elaborata con l'ottica della futura entrata in vigore di MICA, ma in un contesto di totale assenza di regolamentazione per le cripto-attività. In ragione di ciò, la proposta di integrazione dell'Allegato I Sezione C MiFID II era rivolta a tutte le fattispecie di cripto-attività e non solamente a quelle che, in virtù delle loro caratteristiche, devono essere ricondotte alla categoria di strumenti finanziari. Ed è forse proprio questo il motivo per cui tale proposta non ha riscontrato la piena approvazione da parte delle autorità competenti rispondenti<sup>308</sup>.

In ogni caso, la maggior efficacia di questa soluzione è riscontrabile nelle motivazioni che hanno dato le autorità competenti interpellate che hanno manifestato interesse nell'eventuale introduzione di una nuova categoria nell'Allegato I Sezione C. Tali autorità, infatti, hanno affermato che un'eventuale integrazione del novero degli strumenti finanziari MiFID II, potrebbe aiutare ad aumentare l'armonizzazione a livello comunitario e a risolvere il problema delle differenze che sussistono nelle legislazioni degli Stati membri in merito alla definizione di strumento finanziario<sup>309</sup> e quindi risulterebbe idonea a ridurre l'incertezza circa la qualificazione giuridica delle cripto-attività<sup>310</sup>. L'introduzione di una nuova categoria di strumenti finanziari, quindi, sarebbe in grado di risolvere in maniera più efficace il problema dell'ambito di applicazione di MICA e della MiFID II rispetto a semplici standard tecnici emanati dall'ESMA i quali, come detto, non garantirebbero una soluzione

---

<sup>307</sup> la proposta viene illustrata all'interno del paragrafo 71

<sup>308</sup> Circa la metà delle autorità rispondenti (13) si sono espresse favorevolmente in merito a questa proposta

<sup>309</sup> ESMA, *Advice on initial coin offering and crypto-assets*, 2019, p. 39

<sup>310</sup> ESMA, *Legal qualification of crypto-assets — Survey to NCAs*, 2019, p. 21

definitiva al problema delle differenze circa le modalità di recepimento negli Stati membri della Direttiva MiFID II.

A sostegno di ciò, va detto anche che, con riferimento ai casi sottoposti all'analisi delle autorità competenti dall'ESMA sempre nel contesto del documento “*Legal qualificazione of crypto-assets - Survey to NCAs*”, quelli hanno destato la maggior incertezza tra le autorità rispondenti sono stati quelli concernenti fattispecie di *token* ibridi, incertezza spiegata dall'ESMA come diretta conseguenza delle più o meno ampie differenze degli ordinamenti degli Stati membri dovute alle modalità di recepimento della nozione di strumento finanziario.

Tutto ciò premesso, l'efficacia di questa proposta, che si inserirebbe in un contesto in cui è presente MiCA e quindi non sarebbe riferita all'intera totalità di cripto-attività, ma ovviamente alle sole fattispecie che devono essere considerati strumenti finanziari, dipende chiaramente dalla modalità con cui verrà strutturato questo nuovo punto C12) nell'Allegato I Sezione C, e in particolare dai criteri che verranno utilizzati per identificare le cripto-attività che devono essere ricondotte alla categoria degli strumenti finanziari.

### **6.1. Gli eventuali criteri da utilizzare**

Per identificare gli eventuali criteri che dovrebbero essere utilizzati al fine di strutturare una corretta definizione di cripto-attività rientrante nella categoria di strumenti finanziari, si potrebbe prendere spunto dalle più importanti e innovative proposte adottate sia a livello comunitario e sia da parte di alcuni legislatori stranieri. Utile, quindi, è riprendere i tratti essenziali di tali proposte e approcci.

Partendo dagli spunti che possono essere presi dall'attività svolta a livello comunitario, come detto in precedenza, la maggior parte delle autorità rispondenti che hanno contribuito al lavoro svolto dall'ESMA e confluito nel documento “*Legal qualification of crypto-assets - Survey to NCAs*” ha ritenuto rilevanti e allo stesso tempo sufficienti, gli elementi del diritto di profitto (indipendentemente se collegati a diritti di proprietà o di *governance*), dell'idoneità alla negoziazione al fine di classificare una cripto-attività come valore mobiliare ed infine la presenza della componente dell'investimento, la quale può essere intesa, nonostante l'assenza di una definizione univoca all'interno degli ordinamenti degli Stati membri, come la promessa o l'indicazione di profitti futuri derivanti dall'investimento<sup>311</sup>.

---

<sup>311</sup> *Ibid.*, p. 3

Un altro spunto interessante che può essere utilizzato al fine di identificare i criteri distintivi delle crypto-attività rientranti nella definizione degli strumenti finanziari, è desumibile dal già il già analizzato approccio statunitense, in cui la SEC utilizza il Test di *Howey* al fine di chiarire se l'offerta promossa da un promotore deve essere qualificata come contratto d'investimento o meno. Gli elementi considerati rilevanti dal Test di *Howey* e i relativi adattamenti ideati dalla dottrina sono:

- un investimento di denaro: in base agli orientamenti della Corte Suprema, l'investimento di denaro è inteso come qualsiasi corrispettivo definibile<sup>312 313</sup>;
- l'investimento deve essere fatto in un'impresa comune.
- ci deve essere un'aspettativa di un profitto in capo agli investitori: in relazione a tale requisito è necessario che l'opportunità fornita ai destinatari dell'offerta tenda ad indurre all'acquisto enfatizzando la possibilità di conseguire un profitto e che lo stesso sia offerto sotto forma di rivalutazione del capitale o sotto forma di partecipazione agli utili<sup>314</sup>;
- il profitto atteso deve derivare principalmente dagli sforzi del promotore o da quelli di terzi.

Per quanto concerne gli adattamenti elaborati dalla dottrina, come visto si sono concentrati per lo più sui requisiti considerati critici in relazione alla loro applicazione in tema di crypto-attività e quindi hanno riguardato il terzo e il quarto elemento.

La soluzione annoverata dalla dottrina per la verifica della sussistenza dell'aspettativa di un profitto consiste nell'applicazione del c.d. *Substantial steps test*, il quale, anziché concentrarsi sulla posizione degli investitori, cerca di analizzare l'attività svolta dai promotori. In particolare, se viene constatato che gli stessi stanno lavorando ad un progetto che ritengono possa garantire delle utilità ai soggetti sottoscrittori dei *token* al di là del valore economico che può essere incassato mediante la vendita del *token*, allora il *token* non è sottoscritto con un'aspettativa di profitto (ma con una prospettiva di consumo) e quindi non deve essere considerato uno strumento finanziario<sup>315</sup>. Qualora, invece, si dovesse rispondere negativamente a tale quesito, vorrà dire che l'aspettativa di profitto risulta predominante e quindi il *token* deve essere considerato uno strumento finanziario. Per quanto concerne, invece, il quarto requisito, ossia quello che richiede che il profitto atteso derivi principalmente dallo sforzo del promotore o di terzi, lo stesso può considerarsi rispettato

---

<sup>312</sup> *Teamsters v. Daniel*, 439 U.S. 551 (1979)

<sup>313</sup> *Gary Plastic Packaging Corp. v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 756 F.2d 230, 240 (2d Cir. 1985)

<sup>314</sup> *B. V. ADRICHEM*, *Op. Cit.* p. 402

<sup>315</sup> *M. T. HENDERSON, M. RASKIN*, *Op. Cit.* p. 483

solamente nel momento in cui il *token* è sufficientemente decentralizzato<sup>316</sup> e come già visto in precedenza, parte della dottrina ha affidato tale valutazione al *Bahamas Test*, il quale prevede la ricerca di una risposta alla seguente domanda: in caso di emissione di *token*, c'è un contratto esplicito o implicito per la costruzione e la gestione di un *software* tale che se ci fosse una violazione di tale contratto il progetto fallirebbe? Se non c'è una vendita di questo tipo e non sussiste un'obbligazione simile, allora non è configurabile uno sforzo del promotore o di altri per la realizzazione del profitto atteso, quindi il *token* non costituisce uno strumento finanziario. Se invece tale contratto è identificabile, allora è altresì configurabile uno sforzo del promotore o di terzi da cui deriva il profitto atteso. In altre parole, si deve rispondere alla seguente domanda: “*se i promotori dell’offerta fuggissero alle Bahamas o non si presentassero più al lavoro, come Satoshi Nakamoto, il progetto sarebbe ancora in grado di esistere?*”<sup>317</sup>.

## **6.2. il contenuto dell’eventuale punto C 12) dell’Allegato I Sezione C MiFID II**

Per riassumere, quindi, gli elementi che la SEC e gli studi condotti dall’ESMA valutano come rilevanti ai fini della qualificazione di una cripto-attività come strumento finanziario, sono: (i) per la SEC, gli elementi considerati rilevanti sono quelli tipici del Test di *Howey*:

- Investimento di denaro;
- In un’impresa comune;
- Aspettativa di un profitto derivante dall’investimento;
- Il profitto atteso deve derivare principalmente dallo sforzo del promotore o di terzi.

(ii) in base ai lavori condotti dall’ESMA, invece, è desumibile la rilevanza dei seguenti elementi:

- presenza dell’elemento dell’investimento;
- Idoneità alla negoziazione;
- L’esistenza di diritti di profitto collegati (valevole principalmente per i valori mobiliari).

A questo punto, quindi, è possibile ipotizzare quella che potrebbe essere la sostanza dell’intervento del legislatore europeo volto ad aggiungere un nuovo punto C 12) riferito specificatamente alle cripto-attività nell’Allegato I Sezione C MiFID II.

Il nuovo punto C 12), infatti, dovrebbe includere nel novero degli strumenti finanziari tutte le cripto-attività che presentano cumulativamente i seguenti elementi/caratteristiche:

---

<sup>316</sup> SEC, *Framework for “investment contract” Analysis of Digital Assets*, 2023, p. 4),

<sup>317</sup> C. SANDEI, *L’offerta iniziale di cripto-attività*, Giappichelli Editore, Torino, 2022, p. 76

1. **la componente della negoziabilità**, intesa come idoneità del *token* ad essere negoziato;
2. **la componente dell'investimento**, intesa come la promessa o l'indicazione di profitti futuri derivanti dall'investimento;
3. **la sufficiente centralizzazione del *token***, di modo che il profitto atteso derivi principalmente dallo sforzo del promotore o di terzi.

Per quanto riguarda l'elemento della negoziabilità, esso dovrebbe essere incluso dato che caratterizza tutte le tipologie di strumenti finanziari già presenti nella Sezione C dell'Allegato I. L'utilità di inserire la componente dell'investimento sta nella sua capacità di escludere efficacemente le cripto-attività che presentano in maniera predominante gli elementi tipici di un *utility token*, i quali si caratterizzano per la prevalenza dell'aspettativa di consumo rispetto all'aspettativa di profitto. Infine, l'elemento della sufficiente centralizzazione risulta molto utile al fine di evitare che le cripto-attività che, pur presentando l'elemento della negoziabilità e l'elemento dell'investimento, hanno i caratteri tipici dei *token* di pagamento (es: Bitcoin, ETH) e quindi non dovrebbero essere sottoposti alle regole dettate in materia finanziaria. Utilizzando le sole componenti della negoziabilità e dell'investimento, infatti, si rischierebbe di incorrere nell'errore di includere in questa categoria di strumenti finanziari anche i *payment token*, in virtù proprio della possibilità che gli stessi presentino, congiuntamente, sia l'elemento della negoziabilità che quello dell'investimento. Inserendo però l'elemento della sufficiente centralizzazione inteso allo stesso modo di come viene inteso dalla SEC, si riuscirebbe efficacemente ad escludere da tale categoria anche i *payment token*.

### **6.3. Il ruolo dell'ESMA**

Al di là dell'eventuale scelta di optare per una soluzione al problema più radicale che preveda un intervento diretto ad integrare il novero degli strumenti finanziari con un nuovo punto C 12) relativo alle cripto-attività, il potere da parte dell'ESMA di intervenire per chiarire la corretta distinzione tra strumenti finanziari e cripto-attività previsto da MICA rimarrebbe intatto e quindi ugualmente esercitabile. Per tale ragione, infatti, qualora si dovesse optare per un'integrazione della Sezione C dell'Allegato I, l'ESMA comunque potrebbe intervenire per chiarire ulteriormente alcuni problemi interpretativi.

Le questioni che potrebbero essere specificate ulteriormente dall'ESMA in tal senso sono essenzialmente due: da una parte si dovrebbero indicare che il criterio operativo con cui si deve valutare se una cripto-attività rientra o meno nella categoria di strumento finanziario è

la prevalenza della sostanza sulla forma, e dall'altra, si dovrebbe chiarire la portata e il significato dei criteri utilizzati per identificare le cripto-attività che rientrano nella categoria di strumenti finanziari (gli elementi del punto C12).

Per quanto riguarda la prima questione, la prevalenza della sostanza sulla forma è un criterio operativo utile a garantire che un *token* ibrido, pur presentando elementi tipici di più di una categoria di cripto-attività, venga ricondotto all'applicazione della disciplina dettata per la cripto-attività di riferimento con cui condivide i tratti maggiormente caratterizzanti. Il criterio della prevalenza della sostanza sulla forma è riscontrabile altresì nell'attività svolta dalla SEC e nelle decisioni della Corte Suprema. In numerosi casi, infatti, la Corte ha specificato che nell'indagare se un asset è riconducibile alla nozione di *security*, “*la forma dovrebbe essere ignorata per la sostanza*”<sup>318</sup> e “*l'enfasi dovrebbe essere posta sulle realtà economiche alla base di una transazione, e non sul nome che vi è apposto*”<sup>319</sup>, questo in ragione del fatto che la nozione di cripto-attività come strumento finanziario deve essere, al pari della definizione di *security* sancita dal Securities Act del 1933, flessibile piuttosto che statica, capace di adattarsi agli innumerevoli e variabili schemi escogitati da coloro che cercano di utilizzare il denaro altrui con la promessa di profitti<sup>320</sup>.

Passando ora all'analisi degli elementi che caratterizzano le cripto-attività riconducibili a strumenti finanziari, l'ESMA dovrebbe andare a chiarire in maniera dettagliata quando i singoli requisiti fissati dalla nuova disposizione MiFID II possono essere considerati rispettati. Partendo dal primo elemento, ossia quello che richiede la presenza della componente d'investimento, l'Autorità potrebbe riprendere la definizione già utilizzata dalla stessa ed emersa dalla consultazione delle autorità nazionali competenti, ossia: componente d'investimento intesa come promessa o indicazione di profitti futuri derivanti dall'investimento. Al fine di chiarire ulteriormente tale aspetto, l'ESMA potrebbe prendere spunto dalla posizione assunta dalla Consob circa il significato del termine “*altra forma di investimento finanziario*” che, nonostante sia riferita al concetto tutto interno di prodotto finanziario, ha il pregio di inquadrare in maniera molto nitida le caratteristiche tipiche di un investimento finanziario. Con riferimento a ciò, la Consob ha specificato che con il termine: “*altra forma di investimento*”<sup>321</sup>, si intende quella forma di investimento che presenta cumulativamente i seguenti elementi: (i) un impiego di capitale; (ii) un'aspettativa di

---

<sup>318</sup> *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332, 336 (1967)

<sup>319</sup> *United Housing Found case*, 421 U.S., 849

<sup>320</sup> *W. J. Howey Co.*, 328 U.S. at 299

<sup>321</sup> Delibera Consob n. 20660 del 21 ottobre 2018

rendimento di natura finanziaria e (iii) un'assunzione del rischio di mancato rendimento o perdita del capitale<sup>322</sup>.

Se punti (i) e (iii) sono facilmente identificabili, alcuni dubbi possono sorgere per quanto riguarda l'elemento dell'aspettativa di rendimento di natura finanziaria. Per specificare tale aspetto l'ESMA potrebbe includere nelle sue linee guida lo strumento già analizzato che viene proposto da una parte della dottrina statunitense in merito a come la SEC dovrebbe applicare il terzo indicatore del Test di *Howey* alle crypto-attività, ossia il c.d. *substantial steps test*<sup>323</sup>.

Per quanto concerne il secondo criterio di identificazione delle crypto-attività rientranti nella categoria di strumenti finanziari che dovrebbe essere più dettagliatamente spiegato dall'ESMA, ossia quello che richiede che il *token* risulti sufficientemente centralizzato in modo tale che il profitti attesi derivino dallo sforzo dei promotori o di terzi, si dovrebbe specificare in primis la modalità con cui si verifica la sua sussistenza, che, come detto in precedenza, consiste nell'applicazione del *Bahamas Test* e in secondo luogo il processo logico-deduttivo con cui si va ad applicare tale test<sup>324</sup>.

Infine, l'ultimo elemento che dovrebbe essere ulteriormente spiegato dall'ESMA, è quello della negoziabilità. Anche qui, l'ESMA nell'attività di chiarimento potrebbe rifarsi al documento dalla stessa pubblicato da cui emerge che l'aspetto rilevante dell'elemento della negoziabilità ai fini della qualificazione di un *token* come strumento finanziario, non consiste nell'effettiva negoziazione dello stesso, ma piuttosto nell'idoneità ad essere negoziato, in base alle sue caratteristiche intrinseche e in base ad eventuali vincoli imposti dal promotore alla negoziazione successivamente alla sua emissione. In sostanza, quindi, l'ESMA dovrebbe chiarire che un titolo si intende negoziabile, nel momento risulta idoneo alla negoziazione, senza che per forza vi sia già stata un'attività di compravendita avente ad oggetto il *token* in questione.

#### **6.4. Il ruolo delle autorità nazionali competenti**

Indipendentemente dalle soluzioni illustrate, però, profili di incertezza del diritto in capo agli emittenti potrebbero continuare ad esistere. Tali profili di incertezza sarebbero essenzialmente causati dall'assenza di una previsione all'interno di MICA circa un controllo

---

<sup>322</sup> CAVALLARO G., *Diritto del Mercato Mobiliare. Manuale teorico-pratico. Profili tributari, condotte illecite e sistemi di risoluzione delle controversie*, a cura di G. Cavallaro, Pacini Giuridica, Pisa, 2020, p. 138

<sup>323</sup> Per una spiegazione più approfondita del *Substantial Steps Test* si veda il capitolo 2 paragrafo 5.1.

<sup>324</sup> Per una descrizione più dettagliata del funzionamento del *Bahamas Test* si veda il capitolo 2 paragrafo 5.1.

*ex ante* da parte delle autorità competenti in merito alla corretta qualificazione del *token* oggetto d'offerta al pubblico. In virtù di ciò, infatti, nonostante i vari chiarimenti che potrebbero essere forniti dall'ESMA o direttamente dal legislatore comunitario, gli emittenti continuerebbero a rimanere esposti al rischio che l'autorità competente intervenga *ex post* ad offerta già avviata contestando la qualificazione data dall'emittente al *token* oggetto della sua offerta e conseguentemente bloccandola per mancata applicazione della disciplina dettata in ambito finanziario per le offerte al pubblico.

Per tale ragione le soluzioni proposte non eliminerebbero completamente i dubbi e i profili di incertezza in capo agli emittenti. Nonostante questo, però, una possibile soluzione per mitigare ulteriormente i dubbi applicativi esiste ed è ipotizzabile prendendo spunto dal già analizzato approccio regolamentare svizzero.

In tale contesto, infatti, le autorità nazionali degli Stati membri, al di là dell'esercizio dei poteri di controllo previsti dallo stesso MICA, potrebbero ricoprire un ruolo simile a quello ricoperto dalla FINMA in Svizzera<sup>325</sup>, quindi un ruolo da interlocutore degli emittenti, i quali, avrebbero così la possibilità (e non l'obbligo) di richiedere un parere all'autorità in merito alla corretta qualificazione del *token* oggetto della loro offerta fornendo all'autorità competente tutte le informazioni necessarie ai fini del rilascio del parere.

In Svizzera le informazioni vengono fornite mediante la compilazione di un questionario, in cui sono richieste informazioni relative al *token* e all'offerta. Tali informazioni possono essere raggruppate in quattro categorie:

- informazioni generale sull'emittente, sul *token* e sull'offerta;
- descrizione del progetto;
- modalità e caratteristiche dell'emissione del *token*;
- informazioni circa la negoziabilità nel mercato secondario<sup>326</sup>.

Per concludere, quindi, una volta definiti gli elementi che contraddistinguono un *token* come strumento finanziario e successivamente chiariti con maggior dettaglio da parte dell'ESMA, il ruolo che potrebbero assumere le autorità nazionali competenti, oltre all'ordinario esercizio dei poteri conferiti dal MICA, è proprio quello di interlocutore che fornisce un parere *ex ante* agli emittenti circa la qualificazione dei loro *token*. Parere emesso sulla base di un questionario contenente domande in merito alle caratteristiche del *token* e volto a

---

<sup>325</sup> D. HAEBERLI, U. MEIER, *DLT and Blockchain Framework Is Set for Change*, Int'l Fin. L. Rev. 60, 2020, p. 60

<sup>326</sup> FINMA, *Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle initial coin offering (ICO)*, 2018, p. 9

verificare se sussistono gli elementi che identificano un *token* come strumento finanziario. In questo modo, si fornirebbe all'emittente un'opinione affidabile di un'autorità terza ed indipendente circa la corretta disciplina applicabile alla sua offerta.

## 7. ALCUNI CASI PRATICI

Per verificare la correttezza degli elementi che sono stati proposti e che dovrebbero essere utilizzati dall'ESMA nella definizione delle linee guida o del nuovo punto C12 MiFID II, utile risulta l'analisi di alcuni esempi pratici di *token* realmente esistenti già emessi o in fase di emissione. Questo permetterà di capire se gli elementi descritti nei paragrafi precedenti sono idonei a “catturare” e ricondurre alla disciplina dell'emissione di strumenti finanziari quelle fattispecie di *token* che effettivamente presentano le caratteristiche e i rischi tipici degli strumenti finanziari.

### 7.1. Young Token (YNG)

La prima fattispecie che verrà analizzata è il *token* sviluppato dalla piattaforma YoungPlatform, chiamato appunto Young Token (YNG).

YoungPlatform è una piattaforma di *exchange* di cripto-valute tutta italiana il cui obiettivo è quello di rendere il mondo delle cripto-valute semplice e accessibile a tutti. Ragion per cui, non si tratta solo di una semplice piattaforma in cui è possibile scambiare cripto-valute con monete *fiat* o con altre cripto-valute, ma anche di una piattaforma in cui è possibile imparare e conoscere tutti gli elementi utili in relazione all'acquisto di cripto-attività, in maniera chiara, semplice e intuitiva<sup>327</sup>. All'interno della piattaforma, infatti, è possibile usufruire di numerosi servizi oltre a quello base di *exchange* di cripto-attività. È possibile ricevere quotidianamente informazioni rilevanti sul mondo *crypto*, informarsi circa le caratteristiche delle varie cripto-attività e della tecnologia che sta alla base di tali *asset* ed è infine possibile diventare membro del “Club Young platform” che dà accesso a numerose funzionalità a seconda del piano che viene scelto dall'utente.

Nel 2018, al fine di raccogliere i fondi necessari per lo sviluppo del progetto YoungPlatform e di tutte le sue funzionalità, gli sviluppatori hanno creato una nuova cripto-attività chiamata Young token (YNG) interna alla piattaforma YoungPlatform, la cui utilità principale consisteva nel fornire agli utenti uno strumento per utilizzare in maniera più vantaggiosa i numerosi servizi messi a disposizione dalla piattaforma. L'ICO avente ad oggetto tali *token*

---

<sup>327</sup> L. BARBERA, *Analisi comparativa delle maggiori criptovalute: Protocolli e Blockchain*, 2020, p. 1

è stata lanciata nel 2019 e aveva ad oggetto una parte degli YNG disponibili (ad oggi in circolazione ci sono circa dodici milioni di YNG e il tetto massimo è fissato a cento milioni). Dal punto di vista delle caratteristiche in senso stretto il *token* YNG fornisce due principali funzionalità e vantaggi ai suoi possessori. In primo luogo, in caso di detenzione di un certo numero di *token*, la piattaforma dà accesso gratuitamente ai club che, a seconda della tipologia, danno accesso a numerosi vantaggi, come ad esempio:

- sconti sulle commissioni;
- *coupon* utilizzabili su piattaforme affiliate;
- report dettagliati sulle caratteristiche delle varie cripto-attività scambiabili sull'*exchange*;
- un supporto personalizzato nell'attività di compravendita.

E in secondo luogo, la detenzione di YNG permette di godere di sconti sulle commissioni applicate dalla piattaforma sulle transazioni compiute dagli utenti nella compravendita di cripto-attività effettuata *sull'exchange* interno. Di base, quindi, i vantaggi che sono garantiti dall'emittente ai sottoscrittori ed in generale ai possessori del *token* possono essere definiti come utilità oppure come funzionalità di consumo.

Passando all'analisi della possibile qualificazione di tale *token* e della relativa offerta al pubblico utile è partire con l'utilizzo degli eventuali criteri ipotizzati nei paragrafi precedenti per la strutturazione da parte dell'ESMA delle linee guida.

Per quanto concerne le linee guida che mettono in evidenza le principali caratteristiche degli strumenti finanziari, il *token* YNG presenta sicuramente gli elementi della serialità e della negoziabilità. Il primo sussiste in virtù del fatto che i *token* emessi sono fungibili, in quanto conferiscono tutti le stesse funzionalità; l'elemento della negoziabilità, invece, sussiste in relazione al fatto che la stessa piattaforma YoungPlatform permette agli utenti di scambiare, mediante l'*exchange* messo a disposizione, il *token* YNG con altre cripto-attività o con monete *fiat*. Sulla base di questi elementi, quindi, il *token* YNG potrebbe essere qualificabile come strumento finanziario. Ciò che però esclude tale ipotesi è il terzo elemento che contraddistingue gli strumenti finanziari, ossia la finanziarietà. L'elemento della finanziarietà non può considerarsi sussistente per il fatto che essa va ricercata nella funzione oggettivamente assolta nel contesto sociale di riferimento e non l'apprezzamento individuale del soggetto che si interfaccia con tale bene. In relazione a ciò, non rileva il fatto che uno o più soggetti acquistino il *token* in virtù del suo eventuale apprezzamento futuro, questo perché la funzione oggettivamente assolta dal *token* è quella di conferire ai suoi possessori la possibilità di usufruire di alcune funzionalità messe a disposizione della piattaforma. In

base a questi elementi, quindi, è possibile concludere affermando che il *token* YNG non può essere considerato uno strumento finanziario.

Passando ora all'analisi del *token* sulla base degli eventuali standard tecnici contenenti il test pratico, come detto in precedenza esso dovrebbe essere confrontato con tutte le fattispecie di *asset* che compongono la categoria di strumenti finanziari.

Necessario in tal senso è partire con il confronto con la categoria delle quote d'emissione, alla quale il *token* YNG non è ovviamente riconducibile in virtù delle sue caratteristiche e delle modalità con cui è emesso<sup>328</sup>. Passando alla categoria dei valori mobiliari, anche qui il *token* YNG non potrebbe sicuramente essere ricondotto a tale categoria perché, pur risultando negoziabile, non conferisce al possessore un diritto di profitto paragonabile ai diritti di profitto che sono garantiti dai valori mobiliari.

Alla medesima conclusione si giunge confrontando YNG con la categoria delle quote di organismi di investimento collettivo del risparmio, questo essenzialmente perché il contributo dei partecipanti raccolto mediante l'ICO non viene messo in comune al fine dell'esercizio di un'attività di investimento, ma piuttosto per lo sviluppo dei servizi offerti dalla piattaforma.

Per quanto concerne, invece, l'analisi della questione relativa alla sua qualificazione con riferimento ai parametri e agli elementi inclusi nell'eventuale punto C 12) MiFID II, il *token* YNG presenta sicuramente il primo e il terzo elemento sopra descritto. Per quanto concerne il primo, ossia la componente della negoziabilità intesa come idoneità del *token* ad essere negoziato, come visto in precedenza l'emittente non limita la possibilità degli utenti di scambiare il *token* con altre cripto-attività o monete *fiat*, anzi, permette tale scambio direttamente nella sua piattaforma mediante il servizio di *exchange* messo a disposizione. Per quanto riguarda il terzo elemento, ossia la sufficiente centralizzazione del *token* di modo che il profitto atteso derivi principalmente dallo sforzo del promotore o di terzi, applicando il *Bahamas Test* esso risulta sicuramente rispettato, questo essenzialmente perché se i promotori dell'offerta non dovessero più garantire lo sviluppo del software della piattaforma e delle sue funzionalità allora le utilità e i servizi che possono essere utilizzati da parte dei titolari del *token* non potrebbero essere più godute mediante i *token* YNG. In base a questi elementi, quindi, il *token* YNG potrebbe essere qualificabile come strumento finanziario.

---

<sup>328</sup> Come visto in precedenza la direttiva 87/2003/CE in particolare richiede, ai fini della qualificazione di un *asset* come quota di emissione, i seguenti elementi: (i) *L'asset* deve essere emesso da un'autorità competente ex articolo 18; e (ii) la procedura di emissione deve necessariamente rispettare le regole previste dalla stessa direttiva. Il *token* YNG chiaramente non rispetta tali requisiti e quindi non può essere qualificato come quota di emissione

È in base al secondo elemento, però, che tale fattispecie deve necessariamente essere esclusa dalla categoria di strumenti finanziari e ricondotta all'ambito di applicazione di MICA. Questo essenzialmente perché, in caso di applicazione del *Substantial Step Test*, il secondo requisito del punto C 12) MiFID II, ossia quello che richiede la presenza della componente dell'investimento, intesa come la promessa o l'indicazione di profitti futuri derivanti dall'investimento, non potrebbe essere soddisfatto. Come visto in precedenza il *Substantial Step Test* mira a verificare se i promotori stanno lavorando ad un progetto che ritengono possa garantire delle utilità ai soggetti sottoscrittori dei *token* al di là del valore economico che può essere incassato mediante la vendita del *token*. Dall'analisi del *white paper* del *token* YNG emergono con chiarezza gli sforzi dei promotori e le utilità per i possessori del *token* garantite dal progetto da loro sviluppato. In virtù di ciò, l'aspettativa che ha mosso i sottoscrittori ed in generale i detentori ad acquistare il *token* YNG deve necessariamente qualificarsi come di consumo e non come d'investimento e questo di fatto esclude categoricamente la qualificabilità del *token* YNG alla stregua di uno strumento finanziario.

## 7.2. ECOTERRA Token

Ecoterra è una società che cerca, sfruttando la tecnologia *blockchain*, di facilitare ed incoraggiare il processo di riciclaggio per combattere il riscaldamento globale e i cambiamenti climatici. Ecoterra si propone di diventare il veicolo principale per creare un processo di riciclaggio semplice e rapido per tutte le parti coinvolte, cercando di educare e sensibilizzare le persone sull'importanza del riciclo incentivandole a farlo.

Al fine di incentivare le persone ad un comportamento sostenibile al riciclo gli sviluppatori di Ecoterra hanno ideato un sistema di ricompense per gli utenti che ricicleranno rifiuti seguendo le istruzioni fornite dalla piattaforma. Il sistema di ricompense è chiamato *recycle-to-earn* (R2E) e permette di ricevere un premio per ogni rifiuto riciclato in monete *fiat* oppure mediante la cripto-attività ideata dagli stessi sviluppatori, chiamata Ecoterra *token*. L'Ecoterra *token*, oltre ad essere distribuito mediante ricompensa, sarà l'oggetto dell'ICO<sup>329</sup> che verrà lanciata dagli sviluppatori con l'obiettivo di raccogliere i fondi sufficienti al fine di completare il progetto e i servizi che saranno disponibili per gli utenti.

Per quanto concerne i diritti che verranno conferiti ai sottoscrittori e possessori, gli Ecoterra *token* garantiranno tre principali diritti:

- (i) la possibilità di acquistare *carbon credits*,

---

<sup>329</sup> L'ICO riguarderà circa il 60% dei *token* Ecoterra disponibili (il limite massimo è fissato a due miliardi di *token*)

- (ii) la possibilità di usufruire delle utilità e dei servizi che saranno resi disponibili dalla piattaforma una volta che sarà completamente operativa; ed infine
- (iii) la possibilità di ricevere, in proporzione al numero di *token* detenuti, parte dei proventi generati dall'attività svolta dalla piattaforma, in sostanza, una forma di dividendo.

Passando all'analisi della possibile qualificazione di tale *token* e della relativa offerta al pubblico, utile, anche qui, è partire con l'utilizzo degli eventuali criteri ipotizzati nei paragrafi precedenti per la strutturazione da parte dell'ESMA delle linee guida. Per quanto concerne l'elemento della serialità e quello della negoziabilità, essi possono considerarsi presenti nella fattispecie in esame. La presenza dell'elemento della serialità risiede nell'omogeneità degli Ecoterra *token*, i quali sono perfettamente fungibili. Con riferimento alla negoziabilità, pur non essendo ancora completato il processo di emissione, all'interno del *white paper* non è prevista alcuna forma di limitazione alla circolazione degli Ecoterra *token*, ragion per cui si può considerare tale fattispecie assolutamente negoziabile.

Profili di incertezza sussistono, invece, con riferimento all'elemento della finanziarietà, questo essenzialmente per due ragioni fondamentali. La prima consiste nel fatto che effettivamente il *token* garantirà ai suoi possessori il diritto di partecipare proporzionalmente alla ripartizione degli utili generati dalle attività svolte dalla piattaforma e questo di per sé presenta profili tipici dell'elemento della finanziarietà. La seconda consiste nel fatto che se si dovesse guardare alla funzione oggettivamente assoluta nel contesto sociale di riferimento e non si considerasse l'apprezzamento individuale del soggetto che si interfaccia con tale bene, all'interno del *white paper* non vi è un riferimento esplicito circa i servizi che potranno essere utilizzabili dai possessori di Ecoterra *token*, se non quello di poter acquistare *carbon credits*, anzi, un'enfasi importante viene data alla possibilità, come già detto, di partecipare agli utili generati dalla piattaforma. In virtù di ciò, quindi, a differenza di quanto visto sopra per il *token* YNG, negli Ecoterra *token* potrebbe ravvisarsi la presenza dell'elemento della finanziarietà e quindi della possibile qualificazione dello stesso come strumento finanziario. Passando ora all'analisi del *token* sulla base degli eventuali standard tecnici contenenti il test pratico, anche qui il *token* dovrebbe essere confrontato con tutte le fattispecie di *asset* che compongono la categoria di strumenti finanziari. Partendo dalle quote di emissione va sicuramente evidenziata la non riconducibilità a tale tipologia di *asset* degli Ecoterra *token*, questo essenzialmente in virtù delle modalità con cui esso viene emesso, le quali non ricalcano quelle previste dalla direttiva 87/2003/CE.

Per quanto riguarda la riconducibilità alla classe delle quote di organismi di investimento collettivo del risparmio, anche qui essa dovrebbe essere esclusa con riferimento agli *Ecoterra token*, questo in virtù dell'assenza all'interno del *white paper* di un accordo che abbia ad oggetto l'investimento collettivo di capitale.

Particolari dubbi, invece, sorgono in relazione alla possibile riconducibilità degli *Ecoterra token* alla categoria dei valori mobiliari. Questo essenzialmente perché, come visto in precedenza, la maggior parte delle NCAs interpellate dall'ESMA ritengono sufficienti per la qualificazione di un *token* come tali, la presenza dell'elemento della negoziabilità e la presenza di diritti di profitto connessi e, come appena visto, il *token* *Ecoterra* presenta sia l'elemento della negoziabilità, dato che non sono previste forme di limitazione alla circolazione del *token* e sia diritti di profitto connessi, dato che garantisce ai possessori il diritto di partecipare agli utili generati dalla piattaforma. In ragione di ciò, quindi, è possibile concludere dicendo che il *token* *Ecoterra* potrebbe qualificarsi come valore mobiliare e quindi come strumento finanziario.

Confrontando, infine, la fattispecie in esame con gli elementi inclusi nell'ipotizzato nuovo punto C 12) MiFID II, esso presenta sicuramente l'elemento della idoneità alla negoziazione e quello della sufficiente centralizzazione. Il primo, come già visto, in virtù dell'assenza di limiti al trasferimento da parte degli utenti e il secondo per il fatto che se si dovesse applicare il *Bahamas Test*, emergerebbe con chiarezza l'impossibilità per la piattaforma di garantire la fornitura del servizio come descritto nel *white paper* qualora gli sviluppatori dovessero interrompere le loro attività o comunque disattendere quanto promesso agli investitori.

Con riferimento al secondo requisito, ossia quello che richiede la presenza della componente dell'investimento, esso potrebbe dirsi soddisfatto mediante l'applicazione del *Substantial Step Test*. Mediante l'applicazione di tale test, infatti, emergerebbe la presenza di una oggettiva aspettativa di profitto da parte degli utenti, questo in virtù del fatto che una delle promesse garantite da parte degli emittenti è la possibilità di partecipare agli utili della società. Oltre a ciò, emergerebbe il fatto che il riferimento all'interno del *white paper* circa la possibilità per gli utenti di usufruire dei servizi che verranno resi disponibili dagli emittenti una volta completato il progetto non sarebbe idoneo a rendere predominante l'aspettativa di consumo, dato che non vi è una chiara descrizione di quelle che saranno le utilità che potranno essere utilizzate dagli utenti una volta che la piattaforma risulterà completamente operativa.

In virtù di ciò, quindi, anche mediante la sua comparazione con i requisiti inclusi nel punto C 12) MiFID II, il *token* che verrà emesso da *Ecoterra* potrebbe qualificarsi come strumento

finanziario e, quindi, fuoriuscire dall'ambito di applicazione di MiCA per essere soggetto alle offerte al pubblico di strumenti finanziari.

### **7.3. Binance Coin (BNB)**

Binance è una società fondata nel 2017 che gestisce la più grande piattaforma di *exchange* di *cripto-asset* al mondo. Nello stesso anno la società ha messo sul mercato la propria cripto-attività chiamata Binance Coin (BNB), il cui lancio è stato compiuto mediante una *Initial Coin Offering* avente ad oggetto la metà dei *token* disponibili, ossia 100 milioni.

Le funzionalità garantite da BNB ai propri sottoscrittori possono essere, in relazione alla tassonomia basata sulla funzione economica, inquadrare sia come *utility* che come *payment*. Questo essenzialmente perché il possesso di BNB permette agli utenti di utilizzarli al fine di acquistare i servizi offerti dalla piattaforma Binance e i servizi e beni messi a disposizione da tutte le società e piattaforme che accettano come strumento di pagamento il *token* BNB. In sostanza, quindi, gli elementi tipici degli *utility token* possono essere riscontrati nel fatto che gli utenti, se utilizzano come strumento di pagamento il *token* BNB, possono usufruire di sconti per l'acquisto di uno dei servizi messi a disposizione da Binance e possono altresì usufruire di commissioni più basse sulle transazioni compiute sulla piattaforma *exchange* di Binance. Gli elementi tipici dei *payment token*, invece, possono essere riscontrati nel fatto che i *token* BNB possono essere effettivamente utilizzati come strumento di pagamento non solo all'interno dell'ecosistema Binance, ma anche in tutte quelle piattaforme che accettano BNB come strumento di pagamento.

Andando ad analizzare ora l'eventuale riconducibilità del *token* BNB alla categoria di strumenti finanziari, utile è anche qui partire con l'utilizzo degli eventuali criteri ipotizzati nei paragrafi precedenti per la strutturazione da parte dell'ESMA delle linee guida. In relazione agli elementi della serialità e della negoziabilità non sussistono grossi dubbi circa la loro sussistenza. Per quanto riguarda la serialità essa certamente sussiste in relazione al fatto che i *token* BNB sono assolutamente fungibili conferendo gli stessi poteri e diritti ai rispettivi titolari. Con riferimento, invece, alla negoziabilità essa sussiste in primis in virtù dell'assenza di qualsiasi tipo di limitazione alla negoziazione imposta dall'emittente e in secondo luogo per il fatto che il *token* BNB può essere scambiato direttamente all'interno della piattaforma di *exchange* messa a disposizione da Binance.

La riconducibilità alla categoria di strumenti finanziari deve però essere esclusa sulla base del terzo elemento caratterizzante gli strumenti finanziari, ossia la finanziarietà. Questo essenzialmente perché andando a valutare la funzione oggettivamente assoluta dal *token* BNB

nel contesto sociale di riferimento e prescindendo dall'apprezzamento individuale dell'utente che decide di acquistare il *token*, si evince che effettivamente il BNB assolve alla funzione pagamento e utilità nell'ecosistema Binance, dato che permette agli utenti di acquistare i servizi a prezzi vantaggiosi messi a disposizione e alla funzione di pagamento nelle piattaforme esterne a Binance qualora dovessero accettare tale *token* come strumento di pagamento. In virtù di ciò, quindi, la funzione assolta dal *token* BNB non può dirsi di tipo finanziario e, quindi, il *token* non può essere considerato uno strumento finanziario.

Passando ora all'analisi del *token* sulla base degli eventuali standard tecnici contenenti il test pratico, anche qui il *token* dovrebbe essere confrontato con tutte le fattispecie di *asset* che compongono la categoria di strumenti finanziari. Partendo dalle quote di emissione va sicuramente evidenziata la non riconducibilità a tale tipologia di *asset* dei *token* BNB, questo essenzialmente in virtù delle modalità con cui esso viene emesso, le quali non ricalcano quelle previste dalla direttiva 87/2003/CE e in virtù dei diritti conferiti ai titolari di tali *asset*, i quali non possono essere chiaramente equiparati a quelli forniti dalle quote di emissione.

Per quanto riguarda, invece, le quote di un organismo collettivo d'investimento, anche qui la riconducibilità del *token* BNB deve necessariamente essere esclusa in virtù dell'assenza di qualsivoglia forma di accordo tra investitori ed emittenti per l'investimento collettivo del capitale raccolto, dato che all'interno del *white paper* è espressamente indicata la modalità con cui verranno impiegati i proventi derivanti dalla ICO:

- il 35% è stato destinato al completamento dello sviluppo dei progetti e dei servizi disponibili su Binance;
- il 50% è stato destinato al marketing e alla promozione della piattaforma;
- il restante 15% è stato destinato alla riserva per eventuali problematiche o imprevisti futuri.

Il *token* BNB, poi, al fine di escludere la sua qualificazione come strumento finanziario, deve essere altresì non riconducibile alla categoria degli strumenti del mercato monetario. In relazione a ciò, tale riconducibilità va sicuramente esclusa in virtù dell'assenza nel *token* BNB di due dei tre elementi evidenziati come rilevanti nei paragrafi precedenti, ossia:

- maturità del titolo inferiore a 297 giorni;
- la qualificabilità del *token* come buoni del tesoro, certificati di deposito, carte commerciali o *asset* con caratteristiche equivalenti.

Infine, per escludere sulla base del test pratico la riconducibilità di BNB alla categoria di strumenti finanziari, esso deve essere altresì non qualificabile come valore mobiliare. E in virtù del fatto che nella fattispecie oggetto d'esame può essere riscontrabile l'elemento della

negoziabilità ma non quello della presenza di diritti di profitto collegati, il *token* non può essere qualificato come valore mobiliare e quindi, di conseguenza, come strumento finanziario.

Confrontando, infine, la fattispecie in esame con gli elementi inclusi nell'ipotizzato nuovo punto C 12) MiFID II, esso presenta sicuramente l'elemento della idoneità alla negoziazione e quello della sufficiente centralizzazione. L'idoneità alla negoziazione può essere riscontrata, come visto, nel fatto che il *token* può essere liberamente negoziabile dagli utenti sia sulla piattaforma di *exchange* messa a disposizione da Binance e sia sulle altre piattaforme *exchange* presenti sul mercato. La sufficiente centralizzazione, invece, può essere riscontrata mediante l'applicazione del *Bahamas Test*, dato che se ci si interroga circa l'esistenza un contratto esplicito o implicito per la costruzione e la gestione di un *software* tale che se ci fosse una violazione di tale contratto il progetto fallirebbe, si arriverebbe alla conclusione che effettivamente tale accordo esiste e che se i promotori dell'offerta dovessero disattendere le promesse fatte all'interno del *white paper* il progetto fallirebbe. Quindi, sulla base di questi due criteri, il *token* potrebbe essere qualificabile come strumento finanziario. Ciò che però esclude tale conclusione, è il terzo elemento richiesto dal punto C 12 MiFID II, ossia quello che richiede la presenza della componente d'investimento. Applicando il *Substantial Step Test*, infatti, si arriverebbe alla conclusione che l'attività svolta dal promotore per il quale è stata lanciata la ICO, ha come obiettivo lo sviluppo di un progetto imprenditoriale che potrà garantire delle utilità ai soggetti sottoscrittori dei *token* al di là del valore economico che può essere incassato mediante la vendita dello stesso, questo essenzialmente perché i sottoscrittori potranno utilizzare BNB per l'acquisto di beni e servizi a prezzi vantaggiosi all'interno dell'ecosistema Binance e per l'acquisto di beni e servizi all'interno delle piattaforme che accettano come strumento di pagamento il *token* BNB. In virtù di ciò, quindi, il *token* non presenta l'elemento della presenza della componente d'investimento e di conseguenza non può essere qualificato come strumento finanziario.

Per concludere, quindi, è possibile affermare che, così come strutturate nel capitolo precedente, né le linee guida e né il punto C 12) MiFID II qualificerebbero come strumento finanziario il *token* BNB.

Qualificando la cripto-attività emessa da Binance come rientrante nell'ambito di applicazione di MICA, ci si discosterebbe dalla posizione assunta dalla SEC. Ma come detto in precedenza in tema di atteggiamento che dovrebbe essere utilizzato dall'ESMA e dalle autorità competenti nell'applicazione del nuovo regolamento, questo non dovrebbe essere considerato un grosso problema per il fatto che, a differenza di ciò che avviene negli Stati

Uniti dove se un'offerta al pubblico di cripto-attività non dovesse qualificarsi come offerta al pubblico di *securities* allora risulterebbe completamente priva di disciplina, in Europa con il nuovo *framework* normativo che si creerà con l'entrata in vigore di MICA se un *token* non dovesse qualificarsi come strumento finanziario, non rientrando così nell'ambito di applicazione della disciplina dettata per l'offerta al pubblico di strumenti finanziari, non risulterebbe completamente privo di disciplina, dato che verrebbe assoggettato alle disposizioni fornite da MICA, fornendo così non poche e trascurabili tutele e presidi per gli investitori.

#### **7.4. NEXO Token**

NEXO è una piattaforma di CeFi che opera nel mercato del *lending* di *cripto-asset* e ha il ruolo di intermediario all'interno dell'attività di prestito. La società permette ai propri clienti di ottenere un interesse annuo sulle criptovalute che vengono depositate all'interno della piattaforma. Tali criptovalute vengono a loro volta prestate a clienti in cerca di capitale, i quali dovranno corrispondere il pagamento di un interesse annuo che verrà utilizzato per pagare gli interessi maturati da coloro che hanno depositato nella piattaforma le proprie cripto-attività. Il guadagno della piattaforma deriva dalla differenza in percentuale che c'è tra quanti interessi vengono pagati da coloro che prendono a prestito cripto-attività e quanti ne ricevono dai loro clienti<sup>330</sup>.

Nel 2019 la piattaforma ha lanciato il proprio *token* chiamato *NEXO token*, il lancio è stato fatto mediante una ICO e ad oggi i tassi di interesse garantiti agli utenti depositati vengono pagati mediante tali cripto-attività.

I diritti e i vantaggi che vengono offerti ai titolari di *NEXO token* sono molteplici e possono essere così riassunti:

- rendimenti fino al 50% più alti sui *cripto-asset* depositati presso la piattaforma;
- fino allo 0,5% di rimborso in ricompense sugli acquisti o sugli scambi effettuati tramite Nexo Exchange;
- tassi di prestito a partire da un interesse annuo dello 0%;
- fino a cinque prelievi di cripto-attività gratuiti;
- la possibilità di partecipare ai voti di *governance* contribuendo a definire il futuro di NEXO;

---

<sup>330</sup> L. BOIARDI, *NEXO: Sblocca il potere delle tue crypto*, <https://thecryptogateway.it/nexo-come-funziona/>

- la possibilità di partecipare alla distribuzione di dividendi dei profitti generati da NEXO mediante le commissioni applicate alle transazioni effettuate nel suo *exchange* e agli interessi generati mediante l'attività di *lending* di cripto-attività<sup>331</sup>.

Per quanto concerne la qualificazione di tale *token* in relazione alle linee guida che mettono in evidenza i tratti salienti degli strumenti finanziari, va sicuramente riscontrata in primis la presenza dell'elemento della serialità (e quindi della fungibilità), dato che a tutti i possessori dei *token* NEXO vengono conferiti gli stessi diritti e gli stessi vantaggi e in secondo luogo, va sicuramente ravvisata la presenza dell'elemento della negoziabilità, dato che il *token* può essere scambiato sia all'interno della piattaforma *exchange* di NEXO e sia nelle principali piattaforme di *exchange* come per esempio quella di Binance.

Un discorso a parte va fatto però in relazione alla finanziarietà. Questo essenzialmente perché i diritti conferiti dalla fattispecie in esame possono essere inquadrati sia come utilità, dato che conferiscono dei vantaggi, rispetto agli utenti che non detengono tali *token*, nella fruizione dei servizi messi a disposizione dalla piattaforma e sia come instaurazione di una relazione tra un impiego di ricchezza, un rischio correlato a tale impiego e un'aspettativa di rendimento di natura finanziaria, dato che i NEXO *token* garantiscono la possibilità ai titolari di partecipare alla distribuzione dei profitti generati dalla piattaforma. In considerazione di ciò, quindi, è possibile affermare che il *token* in esame potrebbe presentare degli evidenti elementi di finanziarietà tali da, insieme a quelli della serialità e della negoziabilità, qualificare il *token* in esame come strumento finanziario.

Passando all'analisi dei NEXO *token* in relazione alle linee guida contenenti il test pratico per la riconduzione di una cripto-attività come strumento finanziario, emerge immediatamente la forte somiglianza di alcuni dei diritti conferiti dal NEXO *token* con quelli tipici conferiti da alcune tipologie di valori mobiliari. Come visto in precedenza, infatti, la maggior parte delle autorità nazionali competenti che hanno contribuito al lavoro svolto dall'ESMA in relazione alla qualificazione giuridica delle cripto-attività ha risposto affermando che per la qualificazione di un *token* come valore mobiliare è sufficiente la sussistenza dell'elemento della negoziabilità e quello della presenza di diritti di profitto connessi. Il *token* emesso da NEXO presenta entrambi questi elementi e in virtù di ciò, risulta qualificabile come valore mobiliare e quindi come strumento finanziario.

Infine, con riferimento all'eventuale riconducibilità del *token* alla categoria degli strumenti finanziari in relazione all'ipotizzato nuovo punto C 12) dell'Allegato I Sezione C MiFID II,

---

<sup>331</sup> NEXO, *The World's First Instant Crypto-backed loan*, 2019

i NEXO *token* presentano, oltre al già analizzato elemento dell' idoneità alla negoziazione, sicuramente l' elemento della sufficiente centralizzazione, dato che applicando il *Bahamas Test* emerge che se i promotori dovessero disattendere le promesse fatte agli investitori all' interno del *white paper* e non dovessero più garantire lo sviluppo del progetto e dei servizi di NEXO, i diritti che sono conferiti ai *token* e ai rispettivi titolari non potrebbero essere garantiti.

Con riferimento, infine, all' elemento che richiede la presenza della componente dell' investimento, anche qui applicando il *Substantive Step Test* si arriverebbe alla conclusione secondo cui sicuramente è presente un' attività da parte dei promotori volta allo sviluppo di un progetto che garantisce delle utilità ai sottoscrittori ulteriori rispetto al semplice valore di mercato *dell' asset* tale da inquadrare l' aspettativa degli investitori come aspettativa di consumo, ma è altrettanto vero che alcuni importanti diritti che vengono conferiti, e in particolare il diritto di partecipare alla distribuzione degli utili, necessariamente comportano la presenza di un' aspettativa di investimento e di ritorno economico in capo agli investitori tale da ritenere rispettato il requisito della componente dell' investimento. In virtù della contemporanea presenza di tutti e tre gli elementi identificati come necessari dal punto C 12) Allegato I Sezione C MiFID II, quindi, è possibile concludere affermando che il *token* NEXO può essere qualificato come strumento finanziario.

## **8. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE**

Se MICA risulterà essere veramente efficace nel raggiungimento degli obiettivi perseguiti dal legislatore bisognerà valutarlo solamente una volta entrato in vigore.

Ciò che sicuramente ha fatto il legislatore con tale nuovo regolamento è un importante passo in avanti nella disciplina di una fattispecie così innovativa. Infatti, nonostante le problematiche che sono state riscontrate in questo capitolo, con MICA il legislatore europeo posiziona l' Unione all' interno della ristretta cerchia di giurisdizioni all' avanguardia nella disciplina delle crypto-attività, sia per quanto concerne la tutela degli investitori e sia per quanto riguarda la volontà di rendere il territorio dell' Unione un punto di riferimento per gli operatori di tale mercato.

Per quanto concerne la disciplina dei *crypto-assets service providers* (CASPs) dall' analisi emerge che MICA, con riferimento ai *token* rientranti nel suo ambito di applicazione, regola i medesimi servizi che vengono disciplinati da MiFID con riferimento ai prestatori di servizi

aventi ad oggetto strumenti finanziari e, quindi, permette di garantire uno standard elevato di tutela per gli investitori, i quali, con l'avvento appunto di tale regolamento, potranno approcciarsi ai servizi offerti dai *providers* consapevoli dell'esistenza di una disciplina che garantirà loro importanti presidi e che allo stesso tempo imporrà agli stessi operatori importanti obblighi sia in termini comunicazione e sia in termini organizzativi.

Con riferimento, invece, alla disciplina relativa all'offerta al pubblico di cripto-attività anche qui va in prima battuta riconosciuta l'importanza e l'utilità dell'intervento del legislatore. Questo essenzialmente per il fatto che una pratica prima completamente priva di disciplina, trova oggi uno specifico riferimento all'interno del regolamento garantendo così, anche in relazione a tale aspetto, una più o meno efficace tutela degli investitori. Nonostante questo, però, in relazione all'emissione di *token* e al connesso problema della difficile qualificazione giuridica delle cripto-attività al fine di chiarire la disciplina applicabile, quasi sicuramente sorgono importanti dubbi e incertezze in capo ad operatori e autorità di vigilanza. Sicuramente le linee guida e gli standard tecnici dell'ESMA saranno in grado di chiarire molti aspetti in tal senso, ma il problema delle differenze in termini di recepimento della nozione di strumento finanziario tra gli Stati membri appare difficilmente superabile con tale strumento. Per questo motivo si è proposto di intervenire con una misura che certamente risulta più radicale e invasiva, ma che se strutturata nel giusto modo e con i giusti elementi, potrà risolvere definitivamente la questione circa quando un *token* deve essere considerato uno strumento finanziario. Questo soprattutto considerando in primis l'eventuale intervento chiarificatore da parte dell'ESMA con cui andrà a specificare il significato del nuovo disposto dell'Allegato I Sezione C n. 12) e le modalità con cui dovrà essere applicato e in secondo luogo l'eventuale ruolo di interlocutore per gli emittenti che potrebbero ricoprire le autorità competenti degli Stati membri, volto proprio a fornire un parere circa la corretta qualificazione del *token* oggetto d'offerta.

In conclusione, si può affermare che nonostante le sfide ancora aperte, che dovranno essere affrontate in futuro sia riguardo a ciò che la normativa MICA disciplina e sia in merito a ciò che nella stessa non è stato trattato, il nuovo *framework* normativo che entrerà in vigore costituirà sicuramente un importante passo avanti nel percorso volto a raggiungere una disciplina delle cripto-attività e della tecnologia DLT del tutto completa ed efficace.

## CONCLUSIONI:

L'elaborato ha cercato di analizzare da una parte i principali approcci regolamentari che sono stati adottati dalle principali giurisdizioni considerate "pionieristiche" in tema di cripto-attività, sia per la tempestività con cui sono intervenute nel disciplinare un fenomeno così innovativo e sia per l'originalità e l'efficacia delle disposizioni adottate, che nella maggior parte dei casi si sono rivelate idonee a garantire una corretta ponderazione nel perseguimento degli interessi sottesi, primi fra tutti quelli di tutela degli investitori/consumatori e quello di fissare una disciplina non troppo rigida a tal punto di bloccare lo sviluppo di tale mercato. Dall'altra, invece, l'elaborato ha cercato di mettere in luce le principali caratteristiche e problematicità dell'attività regolamentare condotta dall'Unione, culminata nell'emanazione del nuovo Regolamento MiCA.

La necessità di regolamentare tale fenomeno è strettamente connessa ai complessi interrogativi che le cripto-attività hanno messo di fronte ai regolatori nazionali. Interrogativi che comportano, come si è visto, sia importanti rischi che potenziali benefici. Per quanto riguarda i rischi, essi riguardano innanzitutto la stabilità del sistema finanziario che, nel contesto di un mondo non regolamentato, potrebbe essere minata in virtù della forte interdipendenza esistente tra i vari soggetti che partecipano in tale contesto.

In secondo luogo, importanti rischi sussistono anche in relazione alla tutela degli investitori. Dal momento della nascita del fenomeno delle cripto-attività, infatti, sono state proposte migliaia di iniziative di *ICO* per il lancio e l'offerta di nuove cripto-attività ad una vasta gamma di investitori, nei cui confronti era forte il problema dell'asimmetria informativa rispetto all'emittente. A differenza che nelle *IPO*, infatti, gli emittenti di cripto-attività risultano, in caso di assenza di disposizioni regolamentari ad *hoc*, completamente esenti da qualsiasi disciplina in merito agli obblighi informativi che devono essere garantiti agli investitori al fine di compiere una scelta informata sull'investimento.

Importanti profili di rischio per gli investitori sussisterebbero poi anche in relazione a soggetti diversi dagli emittenti, si pensi ad esempio alle piattaforme di custodia dei *wallet* oppure alle piattaforme di scambio di criptovalute, in relazione ai quali gli investitori, in assenza di una compiuta disciplina, risulterebbero completamente esposti al rischio di subire perdite economiche in caso di eventi patologici come il fallimento della piattaforma che custodisce il *wallet*.

Infine, considerevoli profili di rischio sussistono con riferimento alle caratteristiche intrinseche delle cripto-attività. Gli investitori, infatti, oltre a tutelarsi da possibili frodi degli emittenti, devono considerare la forte volatilità che contraddistingue questi strumenti e quindi la possibilità di perdere interamente il capitale investito a causa delle fluttuazioni repentine del valore. A conferma di ciò, va considerato il fatto che, come visto nel primo capitolo, perfino le ESAs sono intervenute per mettere in guardia i consumatori circa i rischi delle cripto-attività, evidenziando la sussistenza di problemi come:

- l'alta volatilità;
- la possibilità di incorrere in frodi o informazioni ingannevoli, dovute appunto all'assenza di una regolamentazione (fino all'entrata in vigore del Regolamento MiCA);
- complessità di questi prodotti, dovuta principalmente alla complessità dei meccanismi e del funzionamento della tecnologia *blockchain* sottostante;
- attacchi informatici: dal momento della loro nascita, moltissime piattaforme di *exchange* e *wallet providers* hanno subito attacchi informatici da parte di hacker

A fronte di importanti rischi che presentano le cripto-attività, doverosa è l'analisi dei benefici e delle opportunità connesse a tali strumenti e alla *blockchain*. Come visto nel primo capitolo, il fenomeno delle cripto-attività è nato con una forte connessione con la moneta e con la macrocategoria degli strumenti di pagamento, ma ben presto, si è assistiti ad una espansione del fenomeno che ha portato l'utilizzo di questa tipologia di *asset* in svariati ambiti e situazioni. Si è osservato, a tal proposito, un crescente ricorso alla nuova tecnica delle *ICO* talvolta utilizzata come strumento di raccolta di capitali da destinare allo sviluppo di progetti imprenditoriali, strumento alternativo rispetto alle classiche *Initial Public Offerings* (IPO), dalle quali si distinguono per costi di procedura inferiori, adempimenti meno stringenti e tempistiche drasticamente ridimensionate, rendendo così lo strumento dell'appello al pubblico risparmio più accessibile sia a molti più emittenti, che a molto più investitori. Circostanza che ha aiutato per lo più le piccole imprese, in particolare *start-up*, ad accedere a canali di finanziamento diversi da quello tipico bancario.

Per quanto concerne le misure adottate dai vari legislatori nazionali analizzate nel secondo capitolo, ciò che emerge è sicuramente in primis la diversità delle scelte adottate. A tal proposito, infatti, va evidenziato il fatto che alcune giurisdizioni hanno agito tempestivamente per regolare il fenomeno delle cripto-attività, come ad esempio Malta e Svizzera, le quali sono intervenute in maniera mirata con una regolamentazione ad *hoc*

addirittura già nel 2018. Altre giurisdizioni, invece, hanno adottato un approccio più attendista e l'esempio più lampante in tal senso è quello dell'Unione Europea, la quale è intervenuta con una regolamentazione, se pur con importanti profili soddisfacenti ed innovativi, solo nel corso di quest'anno. Infine, altre giurisdizioni, come ad esempio gli Stati Uniti, pur dimostrandosi molto attente al fenomeno con un ruolo centrale della SEC, deve ancora dotarsi di una compiuta disciplina che vada a regolamentare i vari attori coinvolti in tale mercato.

Nonostante tali differenze però, con riferimento agli approcci adottati piuttosto che alla regolamentazione implementata, esistono importanti profili in comune a tutte le giurisdizioni analizzate, questo soprattutto con riferimento agli obiettivi perseguiti. In primo luogo, vi è una forte considerazione dell'elemento della tutela degli interessi degli investitori, il cui perseguimento è considerato di fondamentale importanza al fine di ritenere accettabile una determinata disciplina relativa alle cripto-attività.

In secondo luogo, poi, si riconosce l'importanza di ponderare tale interesse con quello concernente la volontà di fissare una disciplina che sia rispettosa del principio di neutralità tecnologica e che comunque, pur garantendo una corretta tutela della posizione degli investitori, non sia gravosa a tal punto da bloccare la crescita e lo sviluppo di tale tecnologia e di tale mercato.

Esempi di questa ricercata ponderazione, sono le discipline implementate rispettivamente dal Legislatore maltese e da quello svizzero, i quali, pur fissando importanti obblighi in capo ai *providers* e agli emittenti, non assoggettano l'emissione di cripto-attività e la prestazione di servizi ad esse connesse a regole paragonabili, dal punto di vista degli adempimenti, a quelle dettate in materia finanziaria.

Il Legislatore europeo si sta muovendo in questa direzione. Anch'esso, infatti, riconosce l'importanza di dotare l'ordinamento comunitario di un assetto regolamentare per le cripto-attività che sia volto a garantire una corretta ponderazione degli interessi soprammenzionati e il nuovo Regolamento MiCA è sicuramente la prova di tale posizione.

Per quanto concerne la disciplina dei *crypto-assets service providers* (CASPs) dall'analisi emerge un'impostazione che, come visto, permette di garantire una tutela adeguata degli investitori, i quali, con l'avvento appunto di tale Regolamento, potranno approcciarsi ai servizi offerti consapevoli dell'esistenza di una disciplina che garantirà loro importanti presidi rispetto ai potenziali comportamenti opportunistici degli stessi *providers*.

Con riferimento, invece, alla disciplina relativa all'offerta al pubblico di cripto-attività anche qui va in prima battuta riconosciuta l'importanza e l'utilità dell'intervento del legislatore.

Questo essenzialmente per il fatto che una pratica prima completamente priva di disciplina, trova oggi uno specifico riferimento all'interno del Regolamento garantendo così, anche in relazione a tale aspetto, una più o meno efficace tutela degli investitori.

Nonostante questo, però, alcune problematiche persistono e dovranno necessariamente essere risolte. Nell'ultimo capitolo, infatti, è stato analizzato il problema connesso all'emissione di cripto-attività da parte degli emittenti e consistente nella difficile qualificazione giuridica delle cripto-attività al fine di chiarire la disciplina applicabile. In relazione a tale problema quasi sicuramente sorgeranno importanti dubbi e incertezze in capo ad operatori e autorità di vigilanza. Le linee guida e gli standard tecnici dell'ESMA possono sicuramente contribuire a chiarire molti aspetti in tal senso, ma il problema delle differenze in termini di recepimento della nozione di strumento finanziario tra gli Stati membri appare difficilmente superabile con tale strumento. Per questo motivo si è proposto di intervenire con una misura che certamente risulta più radicale e invasiva, ma che se strutturata nel giusto modo e con i giusti elementi, potrà risolvere definitivamente la questione circa quando un *token* deve essere considerato uno strumento finanziario. Questo soprattutto considerando in primis l'eventuale intervento chiarificatore da parte dell'ESMA con cui andrà a specificare il significato del nuovo disposto dell'Allegato I Sezione C n. 12) e le modalità con cui dovrà essere applicato e in secondo luogo l'eventuale ruolo di interlocutore per gli emittenti che potrebbero ricoprire le autorità competenti degli Stati membri, volto proprio a fornire un parere circa la corretta qualificazione del *token* oggetto d'offerta.

## BIBLIOGRAFIA:

AA. VV. *Osservazioni al documento per la discussione del 19 marzo 2019 intitolato “Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività”*, Clifford Chance LLP, 2019

B. V. ADRICHEM, *Howey should be distributing new crypto currencies: applying the Howey Test to mining, airdropping, forking and initial coin offering*, 2019

ALBÉ G., BOTTINI F., *Cosa sono le stablecoin, i diversi tipi e come funzionano*, 2022

M. G. ALCSEER, *The Howey Test: A Common Ground for the Common Enterprise Theory*, 29 U.C. Davis Law Review, 29(4), 1217-1242, 1996

AL-NAJI, CHEN, DIAO, *Basis: A Price-Stable Cryptocurrency with an Algorithmic Central Bank*, 2018

S. L. ALONSO, *Central Banks Digital Currency: Detection of Optimal Countries for the Implementation of a CBDC and the Implication for Payment Industry Open Innovation*, 2021

F. ANNUNZIATA, A. CONSO, *La criptovaluta Stablecoin*, in «Bitcoin e cripto-attività», 2023

F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, XI Edizione, Giappichelli Editore, Torino, 2021

F. ANNUNZIATA, A. CONSO, “MiCA”: *la Proposta di regolamentazione della Commissione UE sui crypto-asset*, in «Bitcoin e cripto-attività», 2023

F. ANNUNZIATA, A. CONSO, *Osservazioni in merito al Documento di Discussione: “Le offerte iniziali di cripto-attività”*, 2019

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

G. ANSIDERI, *CASPs: procedura autorizzata e requisiti prudenziali nel MiCAR*, in *Diritto Bancario*, 2023

C. APARO, *Non Fungible Token: il nuovo trend che, grazie all'utilizzo della tecnologia blockchain, sta rivoluzionando il mondo dell'arte, collezionismo e non solo*, 2022

R. AUER, S. CLAESSENS, *Regolamentazione delle criptovalute: valutazione delle reazioni dei mercati*, Rassegna trimestrale BRI, 2018

F. AVELLA, *I termini essenziali per navigare tra le cripto-attività*, in «Bitcoin e cripto-attività», 2023

F. AVELLA, *Il fenomeno dei crypto-assets e delle criptovalute*. In Riv. Bitcoin e Cripto-attività., 2023

Y. BAKOS, Y. HALABURNDA, *Permissioned vs Permissionless Blockchain Platforms: Tradeoffs in Trust and Performance*, NYU Stern Business Review, 2023

P. BAINS, A. ISMAIL, F. MELO, N. SUGIMOTO, *Regulating the Crypto Ecosystem*, Fintech Notes, International Monetary Fund, 2022

BANCA D'ITALIA, *Avvertenze sull'utilizzo delle cosiddette "valute virtuali"*, 2015

BANCA D'ITALIA, *Le funzioni della moneta e le proposte di "moneta fiscale"*, 2017

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENT, *Central Bank digital currencies: foundational principles and core features, Report n. 1 in a series of collaborations from a group of central banks*, 2020

L. BARBERA, *Analisi comparativa delle maggiori criptovalute: Protocolli e Blockchain*, 2020

R. BATTAGINI, S. A. CERRATO, D. DAVICO, R. M. MORONE *Consultazione pubblica inerente "Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività"*, 2019

BCE, *Parere della Banca Centrale Europea del 19 febbraio 2021 su una proposta di regolamento del 9 Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, 2021

T. D. BEAUCHAMP, S. P. WINK, S. HAWKINS, *Crypto-asset trading platforms: A regulatory trip around the world*, 2019

T. BEAUCHAMP, S. WINK, S. HAWKINS, Y. VALDEZ, S. DAVIS, *Crypto-asset trading platforms: another regulator trip around the world*, 2020

B. BEIDERMAN, *Virtual asset deployment in small island states, the case of Malta*, University of Malta, 2022

A. BLADIN, A. CLOOTS, *Global Cryptoassets Regulatory Landscape Study*, Cambridge: University Press, 2019

<sup>1</sup> J. BLOCK H., A. GROH, L. HORNUF, T. VANACKER, S. VISMARA, *et al. The entrepreneurial finance markets of the future: a comparison of crowdfunding and initial coin offerings*. *Small Bus Econ* 57, 865–882, 2021

B. BORN, *International Regulatory Responses to Derivatives Crises: The Role of the U.S. Commodity Futures Trading Commission*, 2001

C. L. BORSANI, *A common problem: Examining the Need for Common Ground in the Common Enterprise Element of the Howey Test*, *Duquesne Business Law Journal*, 2008

A. K. BRAEDEN, *Regulating the Future of Finance and Money: A Rational U.S. Regulatory Approach to Maximizing the Value of Crypto-Assets and Blockchain Systems*, 2018

L. BRUNONI, L. BONADIO, *Initial coin offering (ICO) e criptovalute: investire e raccogliere fondi grazie alla blockchain*, 2018

C. BUTTIGIEG, C. EFTHYMIOPOPULOS, *The regulation of crypto assets in Malta: The Virtual Financial Assets Act and beyond*, law financial market review, 2018

CALLEGARO F., *Virtual Financial asset: un primo complesso approccio legislativo. Analisi della Regolamentazione Maltese*, 2019

Cambridge Center for Alternative Finance, *Global Cryptoasset Regulatory Landscape Study*, 2019

A. CAPOGNA, L. PERAINO, S. PERUGI, M. CECILI, G. ZBOROWSKI, A. RUFFO, *Bitcoin: profili giuridici e comparatistici. Analisi e sviluppi futuri di un fenomeno in evoluzione*, Diritto Mercato Tecnologia, 2015

F. CAPRIGLIONE, *Le cripto-attività tra innovazione tecnologica ed esigenze regolamentari*, in Riv. trim, dir. econ. n. 3/2022, I, 225

M. CARBONE, *Le nuove regole antiriciclaggio*, a cura di P. Bianchi, V. Vallefucio, M. Carbone, Wolters Kluwer, Milano, 2020

M. CARBONE, *Limitazione all'uso del contante, La criptovaluta*, in *Le nuove regole Antiriciclaggio*, a cura di M. CARBONE, P. BIANCHI, v. VALLEFUOCO, 2020

P. CARRIÈRE, *Il fenomeno delle cripto-attività (Crypto-assets) in una prospettiva societaria*, Banca Impresa Società, 2020

P. CARRIÈRE, *La "cripto-arte" e i non-fungible tokens (NFTs): tentativi di inquadramento giuridico*, Diritto Bancario, 2021

P. CARRIÈRE, *Le criptovalute sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di strumenti finanziari, valori mobiliari e prodotto finanziari; tra tradizione e innovazione*, Diritto Bancario, 2019

P. CARRIERE, *Risposta di CBA alla “consultazione pubblica” avviata in data 19 marzo 2019 sul Documento per la Discussione (il “Documento”) intitolato “Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività”, 2019*

P. CARRIERE, N. DE LUCA, M. DE MARI, G. GASPARRI, T. N. POLI, *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*, Quaderno giuridico Consob gennaio 2023

S. CASARRUBEA, *Il ruolo del White Paper sulle offerte al pubblico di cripto-attività alla luce della proposta MiCA*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2022

F. CASCINELLI, F. DELLA SCALA, *Crypto assets: prime considerazioni sulla più recente sentenza della Cassazione*, *Diritto bancario*, 2022

G. CAVALLARO, *Diritto del Mercato Mobiliare. Manuale teorico-pratico. Profili tributari, condotte illecite e sistemi di risoluzione delle controversie*, a cura di G. Cavallaro, Pacini Giuridica, Pisa, 2020

CESE, *Parere del Comitato economico e sociale europeo su: Proposta di regolamento del Parlamento 10 europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, 2021

N. CIOCCA, *Servizi di custodia, negoziazione e regolamento di cripto-attività*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022

V. CHANDRASEKAR, W. WISSETSRI, I. ULLAH, *URR Blockchain and Distributed Ledger Technology (DLT): The Future of Accounting*, 2021

K. CHNG, S. DJIE, A. EUFEMIO, *Digix’s Whitepaper: The Gold Standard in Crypto-Assets*, 2016

COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, 2020

CONSIGLIO FEDERALE SVIZZERO, Messaggio concernente la legge federale sull'adeguamento del diritto federale agli sviluppi della tecnologia di registro distribuito, 2019

CONSOB, *Comunicazione n. DTC/13038246*, 2013

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

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

D'APICE R., *Oltre le criptovalute*, Assogestioni, 2023

F. DALAITI, *Cripto-valute e abusivismo finanziario: cripto-analogia o interpretazione estensiva? Nota a Cass., Sez. II, sent. 17 settembre 2020 (dep. 25 settembre 2020) n. 26807, Pres. Gallo, est. Coscioni*, 2021

V. DANOS, S. MARCASSA, J. PRAT, *Fundamental Pricing of Utility Tokens*. 2021

Y. DAUDRIKH, *The Legal Status of Crypto-Assets Issuers in the Light of the Proposed MiCA Regulation*, *Law in the Digital Age*, Vol 3 No. 2, 2022

P. DE FILIPPI, A. COLLOMB, K. SOK, *Blockchain Technology and Financial Regulation: A Risk-Based Approach to the Regulation of ICOs*, *European Journal of Risk Regulation*, 2019

F. DELFINI, *Le discipline a tutela de consumatore e il coordinamento con la proposta di Regolamento MiCA*, *osservatorio del diritto civile e commerciale* (ISSN 2281-2628), 2022

DEMERTZIS, MARIA, WOLFF, GUNTRAM, *The economic potential and risks of crypto assets: is a regulatory framework needed?*, *Bruegel Policy Contribution*, No. 2018/14, 2018

F. DI VIZIO, *Lo statuto giuridico delle valute virtuali: la disciplina e i controlli tra oro digitale ed ircocervo indomito*, 2017

L. DONATO, *Cripto-asset e banche. Rischi per la stabilità finanziaria e regolamentazione*, in *Rivista Bancaria* 2023

EBA, *Avvertenze per i consumatori sulle monete virtuali*, 2013

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

ECB Crypto-Assets Task Force, *Stablecoins: Implication for monetary policy, financial stability, market infrastructure and payments, and banking supervision in the euro area*, No. 247/September 2020

J. ELLUL, J. GALEA, M. GANADO, S. MCCARTHY, G. J. PACE, *Regulating blockchain, DLT and Smart contracts: a technology regulator's prospective*, 2020

ESAs, *EU financial regulators warn consumers on the risk of crypto-assets*, 2022

ESMA, *Advice on initial coin offering and crypto-assets*, 2019

ESMA, *Annex 1. Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs*, 2019

ESMA, *Legal qualification of crypto-assets — Survey to NCAs*, 2019

EUROPEAN PARLIAMENT, *Remaining regulatory challenges in digital finance and cryptoassets after MICA*, 2021

V. FERRARI, *The regulation of crypto-assets in the EU – investment and payment tokens under the radar*, *Maastricht Journal of European and Comparative Law* 2020, Vol. 27(3) 325–342 2020

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

- FINMA, *Comunicato stampa. La FINMA pubblica una guida pratica sulle ICO*, 2018
- FINMA, *Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle initial coin offering (ICO)*, 2018
- FINMA, *Practical for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs)*, 2018
- D. FLÜHMANN, E. STUPP, P. HSU, R. BAHAR, *Pudent legislating, Swiss-style*, 2018
- C. FRIGENI, *Il mercato primario delle cripto-attività. Offerta al pubblico e regime di trasparenza nella proposta di Regolamento MiCA*, in Osservatorio di diritto civile e commerciale, 2022
- S. L. FURNARI, R. LENER, *Contributo alla qualificazione giuridica dell'offerta al pubblico di Utility token (anche) alla luce della proposta di Regolamento Europeo sulle cripto-attività*, 2021
- G7, Working Group on Stablecoin, *Investigating the impact of global stablecoin*, 2021
- S. GALMARINI, *Antiriciclaggio*, a cura di S. Galmarini, Wolters Kluwer, Milano, 2019
- G. GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del bitcoin: miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema*, 2015
- G. GIMIGLIANO, *Payment Tokens and the Path Towards MiCA*, Italian L.J., 2022
- G. GITTI, M. R. MAUGERI, C. FERRARI, *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività*, 2019
- J. GOLOSOVA, A. ROMANOV, *The Advantages and Disadvantages of the Blockchain Technology*, 2018
- C. V. GORTSOS, *The Commission's Proposal for Markets in Crypto-assets Regulation (MiCAR): A brief introductory overview*, 2021

G. GURINOVICH, M. LAPINA, G. TOLSTOPYATENKO, P. PATRIKKEEV, *About Approaches to the Definition of Concept and Problems of Legal Regulation of Digital Financial Assets*, 2021

D. HAEBERLI, U. MEIER, *DLT and Blockchain Framework Is Set for Change*, Int'l Fin. L. Rev. 60, 2020

T. HARDJONO, *Development of Trust Infrastructures for Virtual Asset Service Providers*, 2020

M. T. HENDERSON, M. RASKIN, *A regulatory classification of digital assets: toward an operational Howey Test for cryptocurrency, ICOs, and other digital assets*, Columbia Business Law Review, 2019

M. HOBZA, A. VONDRACKOVA', *Crypto-asset Services under the Draft MiCA Regulation*, III, 2021

M. HOBZA, *ICOs, Cryptoassets and MIFID II: Are Tokens Transferable Securities?*, Prague Law Working Paper Series, 2020

S. N. HOOGHIEMSTRA, *The "MiCAR top-up" for Fund Managers*, 2021

W. A. KAAL, *Initial Coin Offerings: The top 25 jurisdictions and their comparative regulatory responses*, 2018

KAMLEITNER B., THÜRRIDL C., *Rewards as Strategic Assets in Crowdfunding*, University of California Berkeley, Vol. 58, No. 2, 2016

M. KASPRZYK, *Comparative review of regulatory Framework of Virtual Currency in selected countries*, 35 REV. EUR. & COMPL. L. 7, 2018

T. KAUL, *ICO and ICO Regulations in Malta*, 6 CT. UNCOURT 11 (2019)

O. KULYK, *Models of State regulation of the virtual assets market in offshore zones (on the example of Bermuda Islands, Gibraltar and Malta)*, pp. 44-60, 2022

T. LAMBERT, D. LIBEAU, D. ROOSENBOOM, *Security token offerings*. Small Bus Econ 59, 299-325, 2022

I. LEE, L. SCOTT, J. RITTER, Q. ZHAO, *The cost of raising capital*, The Journal of Financial Research Vol. XIX, No. 1, 1996

R. LENER, *Osservazioni al documento per la discussione del 19 marzo 2019 riguardante "Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività"*, 2019

M. LIU, K. WU, J. XU, *How Will Blockchain Technology Impact Auditing and Accounting: Permissionless versus Permissioned Blockchain*, American Accounting Association, 2019

D. LUCKING, V. ARAVIND, *Cryptocurrency as a commodity: The CFTC's regulatory framework*, 2019

M. MANCINI, *Valute virtuali e Bitcoin*, in "Analisi Giuridica dell'Economia, Studi e discussioni sul diritto dell'impresa", 2015

C. MARASCO, *Dalla lex mercatoria alla RegTech: la circolazione transnazionale delle valute virtuali alla prova della disciplina giuridica*, pp. 1492-1508, 2021

MASI D., *Cryptoassets: Proposals for Legal Qualification and First Regulatory Approaches*, on "Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale", 2021, pp. 241-270

M. MAUGERI, *Cripto-attività e abusi di mercato*, in "Osservatorio del diritto civile e commerciale, Rivista semestrale" 2022, pp. 413-434

A. MESSORE, F. DAGNINO, C. GIULIANO, *Cripto-attività e prodotti finanziari: lo scenario dopo la recente sentenza della Cassazione*, 2022

MFSA, *Discussion Paper on Initial Coin Offerings, Virtual Currencies and Related Service Providers*, 2017

MFSA. *Guidance notes to the Financial Instrument Test*, 2019

L. MODICA, *La proposta di regolamento MiCA e la disciplina delle pratiche commerciali scorrette*, in Osservatorio del diritto civile e commerciale, 2022

R. MONASTEROLO, M. G. CARUSO, *The new frontier of the EU Digital Single Market: The MiCAR on the Path to the Market Capital Union*, 2021

R. L. MOORE, *Defining an Investment Contract: The Commonality Requirement of the Howey Test*, 43 Wash. & Lee L. Rev., 1986

S. NAKAMOTO, *Bitcoin: A peer-to-peer electronic cash payment*, 2008

M. NICOTRA, *Ecco il regolamento MiCA: che cambia per crypto-asset e blockchain*, 2023

G. M. NORI, *Bitcoin, tra moneta e investimento*, 2019

M. OFIR, I. SADEH, *ICO vs IPO: Empirical Findings, Information Asymmetry, and the Appropriate Regulatory Framework*, 53 VAND. J. Transnat'l L. 525, 2020

ORG. ECON. COOPERATION & DEV., *Initial Coin Offerings for SME financing*, 2019

M. T. PARACAMPO, *I prestatori di servizi per le crypto-attività. Tra mifidizzazione della MiCA e tokenizzazione della MiFID*, in *Diritto dell'economia*, Giappichelli editore, Torino, 2023

M. T. PARACAMPO, *La consulenza su crypto-attività nella proposta di regolamento europeo MiCA tra presunte equivalenze e distonie normative con MiFID 2*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2022

M. L. PERUGINI, *L'adeguamento del Codice delle Obligazioni svizzero agli sviluppi della tecnologia di registro distribuito (TRD)*, 2021

A. PEZZUTO, *Cripto-attività: classificazione, caratteristiche e prospettive di regolamentazione*, Rivista di diritto Bancario Tidona, 2022

U. PIATTELLI, *Initial Coin Offering e criptovalute*, in *La Regolamentazione del Fintech, Dai nuovi sistemi di pagamento all'intelligenza artificiale*, a cura di U. Piattelli, Torino, Giappichelli, 2020

L. PROSPERETTI, N. B. PUPPLENI, C. PARISINI, C. C. ASSERETO, G. VERGALLO, *Osservazioni al documento di consultazione pubblicato dalla CONSOB in materia di offerte iniziali e scambi di cripto-attività*, 2019

F. RAMPONE, *NFT e token crittografici in chiave civilistica: dal documento informatico agli atomi digitali*, Diritto Bancario, 2023

A. RAZZANTE, *Le cripto attività come prodotti finanziari. A proposito di Cass. Pen., Sez. II, 22 novembre 2022 n. 44378*, 2022

C. SANDEI, *L'offerta iniziale di cripto-attività*, Giappichelli Editore, Torino, 2022

SEC. & EXCHANGE COMMISSION, *Framework for "Investment Contract Analysis of Digital Assets"*, U.S

SEC, *Framework for "investment contract" Analysis of Digital Assets*, 2023

N. D. SWARTZ, *Bursting the Bitcoin Bubble: The Case To Regulate Digital Currency as a Security of Commodity*, 2014

I. TAGLIAMONTE, *L'integrità dei mercati delle cripto-attività, tra vecchie e nuove tutele*, in Osservatorio del diritto civile e commerciale, 2022

T. TOMCZAK, *Crypto-assets and crypto-assets' subcategories under MiCA Regulation*, Capital Markets Law Journal, Vol. 17, No. 3, 2022

B. VAN ADRICHEM, *Howey should be distributing new cryptocurrencies: applying the Howey Test to mining, forking, and Initial Coin Offerings*, The Columbia Science & Technology Law Review, 2019

A. VERSTEIN, *Crypto Assets and Insider Trading Law's Domain*, 2019

A. VICECONTE, *La disciplina applicabile alle criptovalute*, 2021

F. J. H. YZQUIERDO, *The Malta Case\_ distributed ledger technologies (dlts) and Islamic commercial law in the European Union. A European controversy*, EAE Business school, 100-109, 2019

F. ZATTI, *Osservazioni al paragrafo 2. Aspetti definitori del Documento per la Discussione su "Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività"*, 2019

D. A. ZETZSCHE, F. ANNUNZIATA, D. W. ARNER, R. P. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets regulation (MiCA) and the EU digital finance strategy*, Capital Markets Law Journal Vol 16, No. 2, 202

#### **SITOGRAFIA:**

AA. VV. Filecoin (Token FIL): cos'è e come funziona, Criptovalute24, 2023, <https://www.criptovalute24.com/filecoin/>

AA. VV., *MiCAR: i primi standard tecnici in consultazione*, 2023, in Diritto Bancario, <https://www.dirittobancario.it/art/micar-i-primi-standard-tecnici-in-consultazione/>

B. AKOLKAR, *JPMorgan's "Bitcoin Bible": Cryptocurrencies "Unlikely to Disappear"*, COIN- SPEAKER.COM, 2018, <https://www.coinspeaker.com/2018/02/13/jpmor-gans-bitcoin-bible-cryptocurrencies-unlikely-disappear/>

M. ALLEN, *La Svizzera affronta la sfida della gentrificazione delle criptovalute*, 2021, [https://www.swissinfo.ch/ita/economia/cripto-finanza\\_la-svizzera-affronta-la-sfida-della-gentrificazione-delle-criptovalute/47018486](https://www.swissinfo.ch/ita/economia/cripto-finanza_la-svizzera-affronta-la-sfida-della-gentrificazione-delle-criptovalute/47018486)

BANKERA, *Bankera banking for the blockchain era*, 2017 [http://cryptosilk.com/wp-content/uploads/2017/08/Bankera\\_whitepaper.pdf](http://cryptosilk.com/wp-content/uploads/2017/08/Bankera_whitepaper.pdf)

R. BERTI, F. SPOTO, F. ZUMERLE, *NFT: che cosa sono, come funzionano, come investire sui Non Fungible Token*, Network Digitale 360, 2022, <https://www.agendadigitale.eu/documenti/nft-che-cosa-sono-come-funzionano-come-investire-sui-non-fungible-token/>

L. BOIARDI, *NEXO: Sblocca il potere delle tue crypto*, <https://thecryptogateway.it/nexo-come-funziona/>

NEXO, *The World's First Instant Crypto-backed loan*, 2019

Borsa Italiana, *Commodity: cosa sono e come vengono negoziate*, 2019, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/commodity.htm>

R. BRAND, *Non-Fungible Tokens: The Blockchain Technology Raising Legal Issues*, *Arent Fox Schiff*, 2021 <https://www.afslaw.com/perspectives/alerts/non-fungible-tokens-the-blockchain-technology-raising-legal-issues>

F. CALLEGARO, *Virtual Financial Assets: un primo complesso approccio legislativo. Analisi della Regolamentazione Maltese*, Diritto Bancario, 2019, <https://www.dirittobancario.it/art/virtual-financial-assets-un-primo-complesso-approccio-legislativo-analisi-della-regolamentazione-maltese/>

D. CHICCA, *Blockchain regolamentata anche in Italia: le differenze con Malta*  
<https://www.wallstreetitalia.com/blockchain-regolamentata-anche-in-italia-le-differenze-con-malta>

J. CONRAD, *Come sta andando lo Yuan digitale in Cina*, 2022,  
<https://www.wired.it/article/cina-yuan-digitale- come-sta-andando/>

FINMA, *La FINMA quale autorità di vigilanza indipendente*,  
<https://www.finma.ch/it/finma/la-finma-a-tutto-tondo/>

FORNELL, *Cos'è un token di utilità?* 2019 <https://academy.bit2me.com/it/que-es-utility-token/>

S. FURNARI, *I bitcoin non sono un prodotto finanziario*, 2020, <https://fchub.it/i-bitcoin-non-sono-un-prodotto-finanziario/>

KNOBOS, *Bcblockchain: cos'è un blocco e com'è fatto?* <https://knobs.it/blockchain-cose-un-blocco-e-come-fatto/>

A. LANOTTE, *L'avvento del MiCA mette davvero fine al Crypto Far West in Europa?*, 2023, reperibile al seguente indirizzo:  
[https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2023/04/24/mica-crypto-regolamento-europa/#:~:text=Electronic%20money%20token%20\(e%2Dmoney,moneta%20ufficiale%20di%20un%20Paese](https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2023/04/24/mica-crypto-regolamento-europa/#:~:text=Electronic%20money%20token%20(e%2Dmoney,moneta%20ufficiale%20di%20un%20Paese)

A. MOLETI, *Chi ha inventato gli NFT?* Trend Online, 2022, <https://www.trend-online.com/metaverso-nft/chi-ha- inventato-gli-nft/>

P. MONLOUIS, *TrueUSD Crypto Review 2023, TUSD ha un futuro?* 2023,  
<https://edubourse.com/it/crypto-monnaie/trueusd-crypto-avis/#:~:text=TrueUSD%20%C3%A8%20la%20stablecoin%20pi%C3%B9,20%20dalla%20blockchain%20di%20Ethereum.>

F. PANETTA, *Stablecoin: due facce della stessa moneta*, 2020, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp201104~7908460f0d.it.html>

SEC, *Files 13 Charges Against Binance Entities and Founder Changpeng Zhao*, 2023, reperibile al seguente indirizzo: <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-101>

R. M. VADALA', *Criptovalute e cyberlaundering: novità antiriciclaggio nell'attesa del recepimento della Direttiva (UE) 2018/1673 sulla lotta al riciclaggio mediante il diritto penale*, 2020, <https://www.sistemapenale.it/it/scheda/criptovalute-cyberlaundering-125-2019>

White Paper Token INX,  
[https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1725882/000121390020023202/ea125858-424b1\\_inxlimited.htm](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1725882/000121390020023202/ea125858-424b1_inxlimited.htm)