

**DIRITTO COMMERCIALE INTERNO E INTERNAZIONALE**

**CLAUDIA SANDEI**

**L'OFFERTA INIZIALE  
DI CRIPTO-ATTIVITÀ**



**G. GIAPPICHELLI EDITORE – TORINO**

## CAPITOLO PRIMO

### IL PROBLEMA

SOMMARIO: 1. I finanziamenti in *blockchain* tra automazione e disintermediazione. Prime coordinate generali e delimitazione del campo d'indagine: ICO, IEO, STO. – 2. (*Segue*). Criptovalute e *token*: considerazioni introduttive. Opportunità e rischi del nuovo modello di raccolta distribuita. – 3. I diversi approcci regolatori (cenni) e l'emersione della questione sistemica.

1. *I finanziamenti in blockchain tra automazione e disintermediazione. Prime coordinate generali e delimitazione del campo d'indagine: ICO, IEO, STO.* – Complice lo sviluppo della tecnologia *blockchain* e la crescente diffusione delle criptovalute, gli ultimi anni hanno visto l'affermarsi sulla scena globale di un nuovo modello di finanziamento diretto in forma elettronica (a distanza)<sup>1</sup>, particolarmente utilizzato dalle *start-up* innovative, che va sotto il nome di *Initial Coin Offering* (ICO), in italiano: offerta iniziale di crypto-attività<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Trattandosi di un fenomeno – come vedremo – sostanzialmente *unregulated*, non esistono dati ufficiali in merito all'andamento delle ICO, né è dato rinvenire alcuna uniformità nelle stime proposte. Un fatto sembra comunque certo: dal 2013, anno della prima ICO, ad oggi, il numero di operazioni e il volume di raccolta sono andati crescendo a ritmi esponenziali su scala globale, con una particolare accelerazione fra il 2016 e il 2019, periodo in cui si calcola vi siano state oltre seimila ICO, per una raccolta complessiva superiore ai trenta miliardi di dollari (J. CHOD-E. LYANDRES, *A Theory of ICOs: Diversification, Agency, and Information Asymmetry*, in 67 (10) *Management Science*, 2021, p. 5969 ss.). Varie sono le ragioni che hanno contribuito a questa impennata, fra cui soprattutto l'aumento di valore segnato in quel periodo storico dai bitcoin, che ha finito per trainare tutto il sistema delle criptovalute. Su questo aspetto, in particolare, v. F. THIES-S. WALLBACH-M. WESSEL, *Initial coin offerings and the cryptocurrency hype – The moderating role of exogenous and endogenous signals*, in *Electron Markets*, 2021.

<sup>2</sup> La traduzione proposta riflette la moderna conformazione dello strumento, come

Premesso che non esiste allo stato una definizione normativa precisa e soprattutto univoca del fenomeno<sup>3</sup>, con l'espressione ICO si intende generalmente alludere ad una particolare modalità digitale di raccolta di capitali basata sull'emissione – certificata tramite *smart contract* – di una determinata quantità di *asset* digitali (c.d. *coin* o *token*, in italiano: monete o gettoni) suscettibili di trasferimento immediato e sicuro mediante un apposito protocollo crittografico decentralizzato (DLT o *blockchain*)<sup>4</sup>.

---

funzionale alla commercializzazione di qualsivoglia specie di valore crittografico, siano *coin* native o *token* derivati (su questa distinzione v. *infra*, par. 2). Invero, come ricorda anche la CONSOB, “mentre il termine *initial coin offering* è stato inizialmente attribuito alle emissioni di cripto-valute (es. bitcoin, ethereum), ad oggi esso è utilizzato per identificare qualsiasi offerta di *token*” (CONSOB, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, Documento per la discussione, pubblicato il 19 marzo 2019, p. 3, nota 1). In questo senso è stato fatto notare in dottrina come sia di fatto ancora possibile utilizzare l'acronimo ICO, con il significato, però, più ampio e generico di *Initial Crypto-Asset Offering* [S. BLEMUS-D. GUEGAN, *Initial Crypto-Asset Offerings (ICOs), Tokenization and Corporate Governance*, 2019, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)].

<sup>3</sup> Poiché infatti come vedremo esistono varie tipologie di *token*, anche le ICO possono assumere connotazioni distinte e non è detto che la legge intenda occuparsi di tutte. Così, ad esempio, mentre la legislazione maltese preferisce l'espressione “*initial virtual financial asset offering*” per riferirsi a “*a method of raising funds whereby an issuer is issuing virtual financial assets and is offering them in exchange for funds*” [art. 1 (2) (2), *Malta Virtual Financial Assets Act*, 2018], nella recente proposta UE per un regolamento sui *crypto-asset* (c.d. MiCA: su cui v. *amplius* cap. III, par. 6.1) si fa riferimento piuttosto all’“offerta al pubblico”, quale “offerta a terzi di acquistare una cripto-attività in cambio di una moneta fiduciaria o di altre cripto-attività” [art. 3, comma 1 (7), MiCA]. Ciò non toglie che – al di là di una diversa perimetrazione dell'oggetto (*crypto-asset*) – il nucleo concettuale, ovvero lo schema di base, sia sostanzialmente lo stesso, coincidente con quanto esposto nel testo.

<sup>4</sup> Come riporta la già citata Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937” – COM(2020) 593 *final* 2020/0265(COD) – “MiCA”, per “tecnologia di registro distribuito (DLT)” s'intende genericamente “un tipo di tecnologia che supporta la registrazione distribuita di dati cifrati” [art. 3, comma 1 (1), MiCA], ossia qualsiasi sistema in cui tutti i nodi di una rete possiedono la medesima copia di un database che può essere letto e modificato secondo una predeterminata regola di accesso e di consenso (UK JURISDICTION TASKFORCE, *Legal statement on cryptoassets and smart contracts*, 2019, p. 10). Esistono comunque varie tipologie di DLT, la più comune e diffusa delle quali è certamente la *blockchain*, o meglio le *blockchains*, in cui i blocchi di dati sono collegati fra loro a formare appunto una catena. Peraltro, benché la *blockchain* rappresenti il modello ad oggi dominante, la necessità di non imbrigliare il progresso tecnologico ha giustamente condotto gli interpreti e i legislatori a occuparsi delle DLT in generale, ovvero per usare la terminologia del d.l. 14 dicembre 2018, n. 135 (conv. in l. 11 febbraio 2019, n. 12) delle “tecnologie basate sui registri distribuiti” intese come “le tecno-

Volendo per semplicità tentare un paragone con gli istituti noti, e salvo quanto emergerà nel prosieguo, si potrebbe dire che le ICO siano una nuova tipologia di *crowdfunding*, in cui, in cambio del proprio contributo monetario, spesso pagabile (anche) in criptovaluta, ogni partecipante riceve un “*token*”. Appunto perché il corrispettivo offerto ai sottoscrittori è un “*token*”, cioè un’unità digitale autonomamente creata su base crittografica dall’emittente stessa, le ICO sono chiamate anche “*token sales*” o, più specificatamente, per sottolineare che si tratta di un collocamento (iniziale) sul mercato primario, *Initial Token Offering* (ITO)<sup>5</sup>.

Riassumendo, quindi, gli elementi chiave che caratterizzano la fattispecie sono: per un verso l’infrastruttura *blockchain* e per un altro i *token*, ovvero più genericamente i *crypto-asset* o *virtual asset*, come sono anche chiamati<sup>6</sup>. Per tali intendendosi ogni “rappresentazione digitale di valore o di diritti che possono essere trasferiti e memorizzati elettronicamente, uti-

---

logie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetturealmente decentralizzato su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l’aggiornamento e l’archiviazione di dati sia in chiaro che ulteriormente protetti da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili” (art. 8-ter). L’approvazione del decreto (in cui è contenuta anche una definizione di “*smart contract*”) è stata accolta con favore dal mercato, quantunque a ben vedere non sembri aggiungere granché al quadro già ricavabile dal Codice dell’Amministrazione Digitale. Anche perché, nonostante il termine sia ampiamente scaduto, l’AgID non ha ancora emanato le specifiche tecniche richieste dal decreto. Per un’analisi estesa dei molteplici profili tecnologici e giuridici della *blockchain* v. AA.VV., *Il potere della tecnica e la funzione del diritto: un’analisi interdisciplinare di blockchain*, a cura di E. Navarretta-L. Ricci-A. Vallini, Giappichelli, Torino, 2021.

<sup>5</sup> Premesso che i *token* hanno sempre origine algoritmica, essendone la loro produzione regolata da uno *smart contract*, è noto che, mentre alcune cripto-attività, come i bitcoin, si giovano di un sistema a creazione diffusa (“*mined*”), molte altre, fra cui anche la famosa criptovaluta ripple (“*XRP*”), prevedono invece un meccanismo centralizzato, per cui compete all’emittente il potere di coniare (“*minted*”) nuovi *asset*. Ed è ovviamente a queste ultime che si rivolge il sistema delle ICO.

<sup>6</sup> Si noti che, sebbene sul piano strutturale le due nozioni risultino avvinte da un rapporto di genere a specie, dovendosi ricomprendere nel concetto di *crypto-asset* sia le *coin* native rappresentative di mero valore, che i veri e propri *token* derivati incorporanti diritti (v. *infra*, par. 2), la preferenza per un criterio di classificazione funzionale comporta che le due espressioni vengano tendenzialmente utilizzate come sinonimi indicativi di qualsiasi attività (posizione) di conio privato che sia registrata su una rete distribuita a chiavi crittografiche (DLT o *blockchain*). Ciò che sarà fatto, salvo diversa precisazione, anche in questo studio. Anche perché i *token* rappresentano di fatto la stragrande maggioranza dei *crypto-asset* in circolazione (v. *infra*, nota 14).

lizzando la tecnologia di registro distribuito o una tecnologia analoga”<sup>7</sup>.

Quanto alle modalità del “collocamento”, il processo prevede solitamente che le cripto-attività vengano offerte in sottoscrizione al pubblico attraverso il sito *Internet* della stessa emittente per un determinato periodo di tempo: se alla scadenza del termine la raccolta non avrà raggiunto la soglia minima prefissata (c.d. *soft cap*), l'ICO si intenderà fallita e i fondi verranno automaticamente restituiti; in caso contrario l'attivazione dello *smart contract*, in cui è codificata l'offerta, garantirà l'assegnazione ai sottoscrittori dei *token*, sulla base del rapporto di cambio prefissato<sup>8</sup>. Non c'è bisogno, quindi, di piattaforme o intermediari di sorta, perché, come si suole affermare nel nuovo ordine dei sistemi algoritmici: “*code is law*”<sup>9</sup>.

Di recente, tuttavia, per agevolare e incentivare il procedimento di adesione da parte del pubblico, e non solo, si è andata progressivamente diffondendo la prassi di affidare direttamente agli *exchange* la gestione (e la promozione) della procedura di offerta. In questo caso, non essendovi uno *smart contract* a regolare il rapporto di sottoscrizione iniziale, è logico che affinché sia possibile per chiunque abbia un *wallet* aperto sull'*exchange*

---

<sup>7</sup> Quella fornita nel testo costituisce la definizione di cripto-attività inserita nella Proposta di regolamento c.d. MiCA [art. 3, comma 1 (2)], la quale peraltro riprende – salvo per l'aggiunta della parola “valore”, tipica delle *coins* – la (più limitata) definizione di “*jeton*” già oggi fornita dall'art. L 552-2 del *Code Monétaire et Financier* francese (“*tout bien incorporel représentant, sous forme numérique, un ou plusieurs droits, pouvant être émis, inscrits, conservés ou transférés au moyen d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé permettant d'identifier, directement ou indirectement, le propriétaire dudit bien*”). Diversa ancora – ma solo sul piano lessicale – la scelta terminologica compiuta dal GAFI, nei cui atti si ritrova piuttosto l'espressione “*Virtual Asset*” (*Guidance for a Risk-Based Approach for Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers*, 2019).

<sup>8</sup> EPRS, *Understanding initial coin offerings. A new means of raising funds based on blockchain*, July 2021; L. FERRAIS, *Le Initial Coin Offerings: fattispecie in cerca d'autore*, in M.-T. PARACAMPO (a cura di), *Fintech*, 2, Giappichelli, Torino, 2019, p. 276.

<sup>9</sup> Il fondatore della teorica è come noto L. LESSIG, *Code and Other Laws of Cyberspace*, 1999 e ID., *The Law of the Horse: What Cyberlaw Might Teach*, in 113 (2) *Harv. L. Rev.*, 1999, p. 502. Successivamente, con specifico riguardo alla *blockchain*, il tema è stato ripreso da vari autori con toni più o meno positivi, fra cui in particolare merita segnalare almeno gli scritti di P. DE FILIPPI-A. WRIGHT, *Blockchain and the Law: The Rule of Code*, Harvard University Press, Cambridge, Mass., 2018, pp. 72-88; K. WERBACH-N. CORNELL, *Contracts Ex Machina*, in 67 *Duke L. J.*, 2017, pp. 313-382, spec. p. 318; e più di recente di D. DRUMMER-D. NEUMANN, *Is Code Law? Current Legal and Technical Adoption Issues and Remedies for Blockchain-Enabled Smart Contracts*, in 35 (4) *J. of Inf. Techn.*, 2020, p. 342. Sui limiti del principio “*code is law*”, v. *amplius*, *infra*, cap. IV.

acquistare la disponibilità dei *token* dall'emittente, bisogna che al momento del lancio dell'offerta questi siano già stati tutti conati (*fully minted*).

D'altronde, se sul piano strutturale esistono delle peculiarità evidenti, potenzialmente rilevanti anche a livello giuridico, considerato che in questo caso il *token* nasce già, per definizione, *tradable* (v. *infra*, cap. II)<sup>10</sup>, resta comunque il fatto che, come le ICO, in cui tutto il procedimento risulta gestito in proprio, senza intermediari di sorta, anche le più moderne *Initial Exchange Offering* (IEO) rappresentano uno strumento di *fundraising* che si rivolge al mercato attraverso il collocamento di non meglio identificati “*token*”<sup>11</sup>.

In questi termini restano invece lontane, nonostante qualche assonanza non soltanto linguistica, e come tali estranee al nostro studio, le *Security Token Offering* (STO), come vengono chiamate le operazioni di emissione in *blockchain* di partecipazioni sociali, titoli obbligazionari e altri valori mobiliari tipici<sup>12</sup>.

2. (Segue). *Criptovalute e token: considerazioni introduttive. Opportunità e rischi del nuovo modello di raccolta distribuita*. – I *token* o *crypto-asset* (tecnicamente: blocchi di testo crittografati), dal canto loro, com'è risaputo ormai, possono assumere svariate connotazioni e funzioni, e quindi denominazioni<sup>13</sup>. In estrema sintesi, visto che si tratta di concetti che

---

<sup>10</sup> Per qualche considerazione specifica sulle IEO, si legga il *warning* “*Initial Exchange Offerings (IEOs) – Investor Alert*” emesso dalla SEC statunitense il 14 gennaio 2020.

<sup>11</sup> Sulle altre varianti via via proposte dai programmatori, come il *Simple Agreement for Future Token* (SAFT), le *Interactive Initial Coin Offering* (IICO) e le *Reverse Initial Coin Offering* (rICO) v. *infra*, cap. II, nota 73 e cap. III, par. 3.4 e, in dottrina, ampiamente M. DELL'ERBA, *From inactivity to full enforcement: The implementation of the 'do no harm' approach in initial coin offerings*, in 26 (2) *Michigan Technology Law Review*, 2020, p. 184 ss.

<sup>12</sup> Sul funzionamento delle STO (quali strumenti di intestazione fiduciaria e non) e la loro ammissibilità nel contesto nazionale, v. P. CARRIÈRE, *Il fenomeno delle cripto-attività (crypto-assets) in una prospettiva societaria*, in *Banca, Impr. e Soc.*, 2020, pp. 461-520; N. DE LUCA, *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza*, in M. CIAN-C. SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, Cedam, Padova, 2020, p. 409 ss.; E. LA SALA, *L'applicazione della Distributed Ledger Technology all'emissione di strumenti finanziari di debito*, in *Società*, 2019, p. 717 ss., ove ampi riferimenti anche alle normative estere.

<sup>13</sup> R. HOUBEN-A. SNYERS, *Crypto-assets – Key developments, regulatory concerns and responses*, Study for the Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, 2020, p. 17 ss.

dovranno essere approfonditi nel prosieguo dell'indagine, i *token* possono rappresentare semplicemente la componente nativa di una *blockchain* indipendente, e dovrebbe allora parlarsi più propriamente di “*coin*”, oppure sfruttare una rete già esistente per incorporare uno o più diritti<sup>14</sup>. In particolare, sulla base di una classificazione ormai condivisa a livello internazionale<sup>15</sup>, e già recepita anche a livello nazionale<sup>16</sup>, si tende in genere a distinguere tre tipologie di *token* o *crypto-asset*:

a) quelli che, non rappresentando alcunché, se non un qualche potere d'acquisto, svolgono solamente una funzione di pagamento, come i *bitcoin*, gli *ether* e le altre criptovalute (c.d. *currency* o *payment token*)<sup>17</sup>;

---

<sup>14</sup> In termini quantitativi sembra che il numero dei *token* sia assolutamente prevalente rispetto a quello delle *coin* (F. SCHÄR, *Decentralized Finance: On Blockchain – and Smart Contract-Based Financial Markets*, in 103 (2) *Federal Reserve Bank of St. Louis Rev.*, Second Quarter 2021, p. 158, secondo cui il rapporto sarebbe di 9 a 1). Non così però il loro valore, se è vero, come pare, che *bitcoin* da solo rappresenta oltre il 60% dell'intera capitalizzazione dei *crypto-asset* (ESAs, *EU financial regulators warn consumers on the risks of crypto-assets*, 2022). Tornando ai *token*, si tratta nella stragrande maggioranza dei casi di derivazioni del protocollo ERC-20 di *Ethereum* (o ERC-21 per i *non fungible tokens*). Questo significa che, essendo quella di *Ethereum* una rete pubblica, chiunque ha la possibilità di accedervi e di consultare le transazioni che vi sono state registrate nel tempo. Non è così, però, per tutte le cripto-attività, essendovene alcune, come *Monero* o *Zcash*, che consentono di fatto di rendere irrintracciabili le transazioni. Poiché il loro registro non è completamente e pubblicamente leggibile, queste criptovalute sono indicate come “ad alto livello di *privacy*”, o forse bisognerebbe dire “ad alto rischio di riciclaggio”. Non per nulla la recente proposta di Regolamento europeo stabilisce il divieto per le piattaforme di negoziazione di ammettere alla negoziazione quelle “cripto-attività che hanno una funzione di anonimizzazione integrata, a meno che i possessori delle cripto-attività e la cronologia delle loro operazioni non possano essere identificati dai fornitori di servizi per le cripto-attività autorizzati a gestire una piattaforma di negoziazione di cripto-attività o dalle autorità competenti” (art. 68, comma 1, MiCA).

<sup>15</sup> Cfr. *ex multis* EBA, *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*, 2019, pp. 6-7.

<sup>16</sup> Il riferimento è ad alcune risposte fornite dall'Agenzia delle Entrate in merito a interpellanti relativi al trattamento fiscale delle operazioni di cessione dei *token* nell'ambito di operazioni di ICO (n. 14 del 28 settembre 2018 e n. 110 del 20 aprile 2020).

<sup>17</sup> Se le cripto-attività sono ancora prive di una definizione legale, non così è per le criptovalute, che delle prime – come detto – costituiscono una tipologia. Per quanto riguarda in particolare l'ordinamento italiano, la norma di riferimento è, come noto, l'art. 1, comma 2, del d.lgs. n. 231/2007 (decreto antiriciclaggio) che alla lett. *qq* definisce la “valuta virtuale” come una “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 o per finalità di investimento e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente”.

b) quelli che riconoscono al possessore un diritto (di tipo patrimoniale o anche partecipativo) nei confronti dell'emittente (c.d. *investment* o *security token*);

e infine c) quelli che attribuiscono al sottoscrittore il diritto di ricevere o di usufruire dei beni o servizi che l'emittente stessa si propone di realizzare grazie al finanziamento (c.d. *utility token*)<sup>18</sup>.

Non essendovi limiti di natura tecnologica, spetta logicamente al soggetto che formula l'offerta, tenuto conto delle specificità del progetto e delle aspettative del mercato, scegliere quale configurazione imprimere ai *token* da emettere, al limite optando per una soluzione ibrida<sup>19</sup>. Se invero si parte dal presupposto per cui la creazione di un *token* digitale consiste semplicemente nella registrazione di un diritto su un *asset* in una DLT, è chiaro che “*virtually anything can be tokenised*” ed essere così trasferito in modo decentralizzato e automatizzato su scala globale<sup>20</sup>.

Da questo punto di vista, le ICO si presentano come uno strumento flessibile che, superando la distinzione tra investitori e consumatori, consente ai promotori di reperire fondi utili allo sviluppo della propria idea imprenditoriale senza dismettere la proprietà dell'iniziativa o assumere obblighi incondizionati<sup>21</sup>, risolvendo al contempo il tipico problema che

---

<sup>18</sup> A questi si aggiungono gli *asset token*, di cui sono espressione anche i *non-fungible token* (NFT), i quali rappresentano un diritto su un bene, non quindi una pretesa verso l'emittente, ragion per cui di questi non ci occuperemo nel corso del presente studio.

<sup>19</sup> Secondo una stima, riportata anche dal Parlamento europeo, all'inizio del 2020 si potevano contare oltre cinque mila specie di cripto-attività, per una capitalizzazione complessiva di circa 250 miliardi di dollari (R. HOUBEN-A. SNYERS, *Crypto-assets – Key developments, regulatory concerns and responses*, cit., p. 8). Il dato sembra confermato da altre fonti (CoinMarketCap), secondo le quali a settembre dello stesso anno il numero di *token* listati sugli *exchange* sarebbe salito a oltre sette mila. Ma come già detto, in assenza di una attività di *monitoring* istituzionale (sui soggetti coinvolti e i *token* emessi) e tenuto conto delle ampie oscillazioni di valore del mercato delle *crypto* è difficile effettuare delle stime accurate, tanto che secondo la CONSOB ad aprile 2020 i *token* sarebbero stati già oltre diecimila (CONSOB, *Emerging trends in sustainable investing and cryptoasset markets*, 2022).

<sup>20</sup> M.J. CASEY-P. VIGNA, *The Truth Machine: the Blockchain and the Future of Everything*, St. Martin's Press, New York, 2018, p. 75. Su questi aspetti, e segnatamente sull'incidenza della tokenizzazione sulla natura giuridica del rapporto sottostante, v. *infra*, spec. cap. II, par. 2.

<sup>21</sup> Y. BAKOS-H. HALABURDA, *The Role of Cryptographic Tokens and ICOs in Fostering Platform Adoption*, CESIFO Working Paper, 2019, secondo i quali l'utilità delle ICO sarebbe evidente soprattutto in quei casi in cui l'impresa si presenta (troppo) rischiosa o comunque in cui il costo del capitale risulta inaccessibile.



hanno tutte le reti di trovare nuovi utenti per aumentare il loro valore<sup>22</sup>. La condivisione con la *community* e l'atipicità dell'offerta, tuttavia, non bastano da sole a spiegare lo straordinario successo delle ICO, la cui ragione ultima non può che rinvenirsi nelle potenzialità dello strumento utilizzato per la conclusione dell'accordo con i finanziatori e, più nello specifico, nella natura essenzialmente decentralizzata e sicura degli scambi effettuati tramite la *blockchain*. Ciò che fa delle ICO la manifestazione forse più evidente della nuova frontiera rappresentata dalla cosiddetta "*decentralised finance*" (DeFi)<sup>23</sup>.

È infatti proprio per la capacità di questa tecnologia di validare in modo autonomo le transazioni finanziarie (primarie e secondarie), obliterando il ruolo – e insieme i costi, le tutele e i limiti, non soltanto geografici – delle strutture specialistiche (intermediari e mercati)<sup>24</sup>, che le ICO hanno

---

<sup>22</sup> Questo spiegherebbe anche perché le ICO siano particolarmente apprezzate dalle imprese attive nel settore della *sharing economy* (tramite DLT). Sul punto v. J. LI-W. MANN, *Initial Coin Offering and Platform Building*, 2018, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), p. 26 ss.

<sup>23</sup> Con specifico riguardo al tema che ci occupa, v. F. SCHÄR, *Decentralized Finance: On Blockchain – and Smart Contract-Based Financial Markets*, cit., p. 153 ss. Mentre per una riflessione unitaria sui problemi della finanza decentralizzata e, più in generale, sull'impatto sistemico delle nuove tecnologie sulle dinamiche finanziarie e la loro regolazione, si vedano almeno, *ex multis*, i lavori di D.A. ZETZSCHE-D.W. ARNER-R.P. BUCKLEY, *Decentralised Finance*, in *J. of Financial Regulation*, 2020, p. 172 ss.; C. BRUMMER-Y. YADAV, *Fintech and the Innovation Trilemma*, in 107 *Geo. L. J.*, 2019, p. 235; R. VAN LOO, *Making Innovation More Competitive: The Case of Fintech*, in 65 *Ucla L. Rev.*, 2018, p. 232; W.J. MAGNUSON, *Regulating Fintech*, in 71 *Vand. L. Rev.*, 2018, p. 1167; D.A. ZETZSCHE, *From FinTech to TechFin: The Regulatory Challenges of Data-Driven Finance* (EBI Working Paper Series n. 6, 2017), [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); D.W. ARNER-J. BARBERIS-R.P. BUCKLEY, *FinTech, RegTech, and Reconceptualization of Financial Regulation*, in 37 *Nw. J. Int'l L. & Bus.*, 2017, p. 371; D.W. ARNER-J. BARBERIS-R.P. BUCKLEY, *The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm?*, in 47 *Geo. J. Int'l L.*, 2016, p. 1271; I.H.-Y. CHIU, *Fintech and Disruptive Business Models in Financial Products, Intermediation, and Market-Policy Implications for Financial Regulators*, in 21 *J. Tech. L. & Pol'y*, 2016, p. 55.

<sup>24</sup> Funzione primaria della *blockchain* è invero proprio quella di permettere lo scambio diretto (*peer-to-peer*) di *asset* digitali tra soggetti che non si conoscono. Ciò avviene attraverso un sistema condiviso, sincronizzato e geograficamente distribuito. Oltre alla decentralizzazione e alla trasparenza, le altre caratteristiche essenziali della *blockchain* sono la sicurezza (il registro è protetto da chiavi crittografiche) e l'immutabilità (una volta raggiunto il consenso, l'informazione inserita non può essere cancellata). Su questi aspetti v. *ex multis* L. BRUNELLI-G. GASPARRI, *La digital transformation nel sistema di controllo interno e di gestione dei rischi*, in *Gli sviluppi tecnologici del diritto societario*, *Quad. giuridici CONSOB*, 23, 2022, p. 56 ss.; M. BELLEZZA, *Blockchain e Smart Contract in ambito bancario e assicurativo*, in M.-T. PARACAMPO (a cura di), *Fintech*, cit., p. 309 ss.; F.

cominciato a diffondersi nella prassi e ad attirare l'attenzione dei regolatori di tutto il mondo, specialmente della Commissione di vigilanza finanziaria statunitense (*Security Exchange Commission*, SEC), che, allarmata dallo scandalo di "The DAO", si è subito adoperata per cercare di mettere un freno allo sviluppo incontrollato del fenomeno<sup>25</sup>. Intento di lì a poco condiviso dall'ESMA e da altre *Authorities*<sup>26</sup>, fra cui anche la nostra CONSOB<sup>27</sup>.

---

SARZANA DI S. IPPOLITO-M. NICOTRA, *Diritto della blockchain, intelligenza artificiale e IoT*, Giuffrè, Milano, 2018, p. 12 ss.

<sup>25</sup> SEC, *Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO* (July 25, 2017). Come noto, l'intento di "The DAO" (acronimo di "Decentralized Autonomous Organization") era quello di creare un'organizzazione "virtuale" operante tramite *smart contract* realizzati *on-top* sulla *blockchain* di Ethereum. Senonché, dopo aver raccolto una certa quantità di ether grazie ad una fortunata ICO, la *blockchain* di The DAO è stata oggetto di un attacco informatico da parte di ignoti, i quali, sfruttando una deficienza dell'algoritmo infrastrutturale sottostante, sono riusciti a entrare in possesso dei fondi conferiti dai partecipanti. Il provvedimento della SEC, quantunque inutile sul piano della compensazione patrimoniale dei soggetti lesi, segna un momento cruciale per l'evoluzione del ragionamento giuridico in argomento, per varie ragioni. Primo, sul piano metodologico, perché rappresenta il primo tentativo di riportare i *token* e le ICO alle categorie note [nella specie la SEC utilizza il cosiddetto "Howey Test", ossia segue i criteri interpretativi elaborati in una decisione della corte suprema statunitense del 1946 (SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293, 301, 1946) per determinare se l'ICO di "The DAO" sia un contratto di investimento come tale soggetto alle norme sulle *securities*]; e secondo, sul piano contenutistico, perché il *token* di "The DAO" costituiva una fattispecie particolare di *token* con diritti partecipativi (su cui v. *infra*, cap. II, par. 2.2). Da allora la SEC ha intensificato la vigilanza, intervenendo più volte a bloccare o sanzionare l'offerta (illegittima) di *token* (J.J. PARK-H.H. PARK, *Regulation by Selective Enforcement: The SEC and Initial Coin Offerings*, in 61 *Wash. U.J.L. & Pol'Y*, 2020, p. 110 ss.), nonché facendosi promotrice anche di alcune soluzioni interpretative (*Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets* (Apr. 3, 2019), e proposte di riforma (*Token Safe Harbor Proposal – Proposed Securities Act Rule 195 – Time-limited Exemption for tokens*). Ciò che ne fa, verosimilmente, l'autorità con maggiore esperienza e sensibilità nel campo delle ICO.

Per una ricostruzione accurata delle diverse tappe che hanno segnato l'evoluzione dell'approccio regolamentare negli USA, v. M. DELL'ERBA, *Initial Coin Offerings and Their Evolution in the United States*, in F. MOSLEIN-S. OMLOR, *Fintech. Handbuch*, 2 Aufl., München, 2021, pp. 691-710 e più nel dettaglio ancora ID., *From inactivity to full enforcement: The implementation of the 'do no harm' approach in initial coin offerings*, cit., p. 190 ss.; nonché L. KLÖHN-N. PARHOFER-D. RESAS, *Initial Coin Offerings (ICOs) Markt, Ökonomik und Regulierung*, in 30 (2) *ZBB*, 2018, p. 90 ss.

<sup>26</sup> ESMA, *The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets. Report*, 2017.

<sup>27</sup> CONSOB, *Relazione annuale*, 2017, p. 234.

Invero, se da un lato la creazione di canali globali, alternativi e semplificati di circolazione della ricchezza basati sull'utilizzo dei c.d. registri distribuiti può rappresentare senz'altro un'opportunità, sia per le imprese che per il pubblico<sup>28</sup>, anche in un'ottica di inclusione sociale e finanziaria<sup>29</sup>, dall'altro il ripetersi di comportamenti fraudolenti o altamente speculativi ha evidenziato la presenza, quanto meno nei fatti, di un vuoto di tutela a danno dei finanziatori coinvolti, principalmente riconducibile ad una condizione di profonda asimmetria informativa, oltre che di relativa insicurezza infrastrutturale, capace in prospettiva di compromettere anche la stabilità del mercato (*market integrity*)<sup>30</sup>. Tanto che già qualche anno fa, in Cina, patria assieme agli USA del c.d. "ICO-boom", il governo ha emanato un provvedimento che vieta lo svolgimento di qualsiasi operazione comunque connessa allo scambio delle criptovalute<sup>31</sup>, fra cui anche le ICO<sup>32</sup>.

---

<sup>28</sup> La crisi bancaria, invero, non ha solo messo in evidenza l'importanza di assicurare un'adeguata diversificazione delle fonti di approvvigionamento e di portafoglio, ma ha altresì determinato una perdita di fiducia da parte del pubblico nei confronti delle strutture specializzate, con conseguente avvio di un processo di disintermediazione creditizia (F. CAPRIGLIONE, *Considerazioni a margine del volume "Il tramonto della banca universale?"*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2018, I, p. 22).

<sup>29</sup> S.T. OMAROVA, *New Tech v. New Deal: Fintech as a Systemic Phenomenon*, in 36 *Yale Journal on Regulation*, 2019, p. 737.

<sup>30</sup> Cfr. soprattutto ECB, *Decrypting financial stability risks in crypto-asset markets*, 2022; e poi anche ESMA, *The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets. Report*, cit.; SMSG, *Advice to ESMA. Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets Advice*, 2018.

<sup>31</sup> Guanyu Dui Daibi Faxing Rongzi Kaizhan Qingli Zhengdun Gongzuo de Tongzhi (关于对代币发行融资开展清理整顿工作的通知) [Notification Concerning the Undertaking of Clean-up and Rectification Work for ICO] (promulgated on 2 September 2017 by the Hulianwang Jinrong Fengxian Zhuanxiang Zhengzhi Gongzuo Lingdao Xiaozu Bangongshi (互联网金融风险专项整治工作领导小组办公室) [Internet Financial Risk Special Rectification Work Leading Group Office]). Per l'esattezza il provvedimento, come prontamente integrato da una successiva nota del 4 settembre 2017 della Banca centrale cinese (Guanyu Fangfan Daibi Faxing Rongzi Fengxian de Gonggao (关于防范代币发行融资风险的公告) [Notice on Preventing Risks Associated with ICOs]), oltre a *i*) vietare la conduzione delle ICO sul suolo cinese (*Mainland*) e *ii*) disporre l'immediata interruzione delle ICO in corso, ha altresì stabilito *iii*) l'obbligo per gli organizzatori delle ICO già concluse di adoperarsi per la restituzione ai finanziatori delle risorse raccolte, nonché *iv*) il divieto per gli *exchange* e per qualsiasi altro operatore cinese di svolgere attività di intermediazione nel campo delle criptovalute.

<sup>32</sup> Sulle ragioni che hanno portato a questa drastica chiusura nei confronti delle ICO,

3. *I diversi approcci regolatori (cenni) e l'emersione della questione sistemica.* – Quanto all'Europa – nonostante in principio i numeri fossero ben inferiori a quelli fatti registrare oltreoceano – anche qui si è avvertito il bisogno di proteggere il mercato dai molteplici rischi insiti in questo genere di finanziamenti collettivi, per così dire autogestiti<sup>33</sup>. Sennonché, mentre in alcuni Paesi, come la Svizzera, l'Autorità di vigilanza (FINMA) si è preoccupata da subito di fornire un supporto concreto per uno sviluppo ordinato e razionale del settore, procedendo con tempestività già all'inizio del 2018 alla pubblicazione di un insieme di Linee Guida utili a definire il regime applicabile alle ICO (all'interno della cornice normativa vigente)<sup>34</sup>, a livello comunitario tutto si è risolto in un semplice *warning*, seguito poi da un (cosiddetto) *Advice* dell'ESMA<sup>35</sup>. Risparmiatori e imprese sono stati invitati a riflettere sui pericoli e sulle concrete specificità del modello in rapporto anche alla normativa vigente, ma in finale

---

finora condivisa solo dalla Corea del Sud (la quale peraltro dal 2021 ha deciso di aprirsi almeno alle criptovalute), nonché sugli effetti e i limiti (anche contenutistici) dell'ordine emanato dalle autorità cinesi, si veda l'accurata ricostruzione di H. DENG-R.H. HUANG-Q. WU, *The Regulation of Initial Coin Offerings in China: Problems, Prognoses and Prospects*, in 19 *EBOLR*, 2018, p. 465 ss. Interessante al riguardo la prospettiva di indagine avanzata da J. REDDY, *The case for regulating crypto-assets: constitutional perspective*, in 15 (2) *Indian Journal of Law and Technology*, 2009, p. 379 ss., che giudica l'adozione di un tale divieto nei confronti di un apparato tecnologicamente neutrale come la *blockchain* una misura lesiva dei fondamentali diritti umani e costituzionali.

<sup>33</sup> Per un'ampia panoramica sugli interventi attuati a livello globale dalle diverse autorità nazionali e non, v. FSB, *Crypto-asset markets. Potential channels for future financial stability implications*, 2018, p. 13 ss., nonché la raccolta di *Regulators' Statements on Initial Coin Offerings* curata dalla IOSCO e accessibile al sito <https://www.iosco.org/publications/?subsection=ico-statements>.

<sup>34</sup> Il riferimento è alla cosiddetta "Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle *initial coin offering* (ICO)" del 16 febbraio 2018, poi integrata da un apposito Supplemento pubblicato l'11 settembre 2019. Ampiamente sull'approccio elvetico, M.J. REYMOND, *Swiss Law on Financial Market Infrastructures as Applied to Crypto Token Exchanges*, in *Int'l Bus. L. J.*, 2021, p. 215 ss.

<sup>35</sup> Il primo *warning* lanciato dell'ESMA sulle ICO risale al 13 novembre 2017 [ESMA, *ESMA alerts firms involved in Initial Coin Offerings (ICOs) to the need to meet relevant regulatory requirements*, ESMA50-157-828]. Altri *warnings*, più specificatamente dedicati alle criptovalute, ma non solo, sono stati poi emessi dalle ESAs nel 2018 e nel 2022. Nel mentre, con l'intervento del *Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo* [COM(2018) 109 final], la Commissione aveva anche incaricato le ESAs di verificare la compatibilità delle ICO e in generale del nuovo ecosistema digitale con l'attuale quadro giuridico comunitario.

Le iniziali considerazioni contenute negli *Statement* appena citati hanno quindi trova-

nessuna indicazione esplicita è stata fornita in merito alla qualificazione dei *crypto-asset* o alla disciplina (sostanziale e fiscale) delle ICO, che dunque, allo stato – salvo qualche profilo in tema antiriciclaggio – si presentano come un fenomeno (sulla carta) ancora oggi sconosciuto all'ordinamento europeo, non meno che a quello nazionale<sup>36</sup>.

In Italia, per la verità, non sembra che lo strumento abbia riscosso troppo interesse, ma fa comunque riflettere che le poche società intenzionate ad effettuare un'ICO abbiano scelto di lasciare il nostro Paese per trasferirsi proprio in Svizzera. Certo sarebbe ingenuo pensare che la decisione di migrare oltreconfine sia dettata unicamente dal desiderio di evitare il c.d. rischio regolamentare<sup>37</sup>, dovendosi senz'altro attribuire un ruolo di

---

to più solido fondamento e approfondimento in un Report dell'EBA (*Report with advice for the European Commission on crypto-assets*, cit.) e in un Advice dell'ESMA (*Advice. Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, cit.) entrambi datati 9 gennaio 2019, che riflettono una crescente consapevolezza anche tecnica dei problemi. Apprezzabile risulta soprattutto il tentativo di addivenire ad una classificazione dei *token*, al limite anche più precisa di quella proposta a suo tempo dalla FINMA. Del resto l'intero lavoro appare improntato ad una finalità eminentemente ricostruttiva, mentre debole risulta la capacità di proporre una soluzione “ufficiale” alle questioni emergenti dall'analisi di alcuni *case studies*. Tanto è vero che appena dopo pochi mesi (a dicembre del 2019) la Commissione UE ha deciso di lanciare una nuova Consultazione, questa volta aperta a tutti gli *stakeholders*, volta ad individuare i punti salienti per un'efficace disciplina del mercato dei *crypto-asset*.

<sup>36</sup> Come infatti si dirà, ad oggi, vi è un unico ambito normativo all'interno del quale trovano esplicita corrispondenza i *crypto-asset*: quello appunto dell'antiriciclaggio. La V Direttiva europea (AMLD5), da noi attuata nel d.lgs. 25 maggio 2017, n. 90, prevede infatti l'obbligo anche per i “prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale”, intesi 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”, nonché per ogni “prestatore di servizi di portafoglio digitale”, cioè per ogni “soggetto che fornisce servizi di salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto dei propri clienti, al fine di detenere, memorizzare e trasferire valute virtuali” dell'obbligo di dar corso alle verifiche antiriciclaggio. Si noti peraltro che, diversamente dalla nozione domestica di valuta virtuale (art. 1, comma 2, lett. *qq*, d.lgs. n. 231/2007), quella comunitaria sembrerebbe ristretta ai soli *payment token*. Ciò che limita ulteriormente la rilevanza dello scarno apparato normativo attualmente esistente.

<sup>37</sup> A conferma del ruolo svolto dalla regolazione, è sufficiente guardare alle mappe pubblicate sul sito <https://ico.tokens-economy.com/statistics/>, che tengono conto di tutte le ICO svoltesi in un certo anno nei diversi paesi del mondo, e che mostrano chiaramente come dopo la pubblicazione del Report “The DAO” da parte della SEC, il volume delle ICO negli Stati Uniti sia letteralmente crollato (con un calo nella raccolta di oltre due terzi), a tutto vantaggio di altri ordinamenti, quali la Svizzera e l'Estonia. Analogamente, nel SMSG, *Advice to ESMA. Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-*

peso anche ad altri fattori, fra cui soprattutto la prospettiva di un regime tributario più vantaggioso e la presenza in quel territorio di un nutrito numero di fondi di investimento<sup>38</sup> e di altre strutture specializzate<sup>39</sup>, oltre che in generale di un ecosistema imprenditoriale favorevole alla crescita delle *start-up*<sup>40</sup>. Sta di fatto che l'incertezza normativa rischia di depri-  
mere ulteriormente il tessuto economico (non solo) italiano<sup>41</sup>, specie ora che altre realtà importanti (dal punto di vista finanziario) e vicine (dal punto di vista geografico), come il Liechtenstein e la Repubblica di San Marino si sono attrezzate con provvedimenti *ad hoc* (c.d. *bespoke regime*)<sup>42</sup>.

---

*Assets*, cit., p. 6, si trova una *chart* sulla distribuzione geografica delle ICO che conferma la tendenza delle *start-up* a migrare verso le giurisdizioni *ICO-friendly*.

In generale, sulle ragioni che rendono le *tech companies* particolarmente propense all'arbitraggio normativo, si leggano le interessanti considerazioni di E. POLLMAN, *Tech, Regulatory Arbitrage, and Limits*, in 20 *EBOLR*, 2019, p. 580 ss.

<sup>38</sup> La carenza di *venture capitalist* è da tempo oggetto di studio e di lavoro per il MISE (cfr. la *Relazione sullo stato di attuazione della normativa a sostegno delle startup e delle PMI innovative*, 2017, p. 5), che da qualche anno, oltre ad una politica di sostegno alla crescita, sembra aver adottato un sistema di interventi diretti (*Relazione sullo stato di attuazione della normativa a sostegno delle startup e delle PMI innovative*, 2020, p. 81 ss.). Cruciale in questo senso appare la scelta di costituire un "Fondo per il trasferimento tecnologico" [art. 42, d.l. 19 maggio 2020, n. 34 (c.d. decreto Rilancio), attuato dal decreto interministeriale 4 dicembre 2020], come anche la decisione di utilizzare parte del PNRR per aumentare le risorse del Fondo Nazionale Innovazione di Cdp.

<sup>39</sup> Il riferimento è, in particolare, a quelle realtà, come Eido Crowd, che forniscono servizi utili allo svolgimento delle ICO, a partire dalla gestione via App mobile dell'offerta, passando per la consulenza legale e/o strategico-commerciale.

<sup>40</sup> Per un affresco dei diversi ostacoli, anche di matrice societaria, che rendono problematica la crescita delle *start-up* in Italia e in Europa, v. P. GIUDICI-J.A. MCCAHERY, *Close Corporations and the Financing of SMEs: An Introduction*, in 20 (4) *EBOLR*, 2019, p. 591 ss.

<sup>41</sup> Se infatti si muove dal presupposto che le ICO rappresentano un canale alternativo di finanziamento, è chiaro che più si agevola il successo di questo strumento, più si favorisce l'innovazione e meno l'Europa sentirebbe il peso della carenza di *venture capitalist*. Come ci ricorda la Banca Centrale Europea, tuttavia, non è solo una questione di crescita interna (mancata): "*disjointed regulatory initiatives at the national level could trigger regulatory arbitrage and, ultimately, hamper the resilience of the financial system to crypto-asset market-based shocks*" (ECB, *Crypto-Assets: Implications for financial stability, monetary policy, and payments and market infrastructures*, Occasional Paper Series n. 223, 2019, p. 4).

<sup>42</sup> Cfr. *Gesetz vom 3. Oktober 2019 über Token und VT-Dienstleister (Token – und VT-Dienstleister-Gesetz; TVTG) – Token and Trusted Technology Service Provider Act* (su cui v. A. LAYR, *Tokenization of Assets: Security Tokens in Liechtenstein and Switzerland*, in 2 (1) *Milan Law Rev.*, 2021, p. 57 ss.; D. DAMJANOVIC-V. PFURTSCHELLER-N.

Senza contare che, come si è già avuto occasione di sperimentare nella prassi, non basta rinunciare alle ICO per risolvere tutti i problemi, anche regolamentari, a cui questa nuova forma di raccolta dà origine. Sia perché, trattandosi di un fenomeno che si svolge interamente nel *web*, senza bisogno di intermediari strutturati, vi è la concreta possibilità che le offerte di *token* lanciate da o tramite operatori stranieri riescano comunque a raggiungere il mercato interno<sup>43</sup>; sia perché, una volta emessi (all'estero), i *token* potrebbero essere assunti a mezzo di scambio all'interno di altri successivi rapporti (ad esempio come strumento di conferimento in società)<sup>44</sup>, per cui resta in ogni caso la necessità di comprendere quale sia la natura giuridica, e quindi la disciplina, oltre che la struttura di *governance*<sup>45</sup>, di questi nuovi beni, se così li si può definire<sup>46</sup>.

---

RASCHAUER, *Liechtensteins „Blockchain-Regulierung“ – Ein – und Ausblicke*, in *ZEuP*, 2021, p. 397; K.J. DEUBER, *Liechtensteiner Blockchain-Gesetzgebung: Vorbild für Deutschland?*, in *MMR*, 2020, p. 576). E per San Marino, il decreto delegato 27 febbraio 2019, n. 37.

<sup>43</sup> Sulla fragilità dei limiti imposti dai sistemi nazionali, v. R.H. HUANG-D. YANG-F.F.Y. LOO, *The Development and Regulation of Cryptoassets: Hong Kong Experiences and a Comparative Analysis*, in 21 *EBOLR*, 2020, p. 334, che giustamente sottolineano come la scelta (radicale) adottata dalle autorità cinesi di vietare la conduzione delle ICO sul suolo cinese, pur motivata dalla arretratezza del quadro normativo ivi vigente, non avrebbe la capacità di proteggere pienamente gli investitori locali, ma solo di rallentare lo sviluppo tecnologico del Paese.

<sup>44</sup> Il riferimento non è casuale, visto che è già capitato, e abbiamo visto allora quanto è complesso il tema, che un giudice si sia trovato di fronte ad un'operazione societaria di aumento con conferimento di cripto-attività (App. Brescia 30 ottobre 2018, in adesione a Trib. Brescia, 18 luglio 2018, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, II, p. 736, con nota di M. NATALE, *Dal “cripto-conferimento” al “cripto-capitale”?*). Lo stesso potrebbe dirsi per un eventuale atto di rivendita dei *crypto-asset*, a sua volta oggetto di una nota pronuncia di merito (Trib. Verona, 24 gennaio 2017, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, II, p. 467 ss., con nota di M. PASSARETTA, *Bitcoin: il leading case italiano, a proposito dell'applicabilità, all'attività di negoziazione di criptovaluta, della disciplina sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori*) o ancora per l'ipotesi in cui le cripto-attività siano assunte a corrispettivo, ad esempio in un contratto di licenza di *software*, come nella controversia decisa di recente dalla Corte del Delaware [*Diamond Fortress Techs., Inc. v. EverID, Inc.*, 2022 Del. Super. LEXIS 151 (Super. Ct. Apr. 14, 2022)].

<sup>45</sup> È noto infatti che dalla natura giuridica (c.d. *legal taxonomy*) discende anche il riparto di competenza fra le autorità di vigilanza: J. LEE, *Law and regulation for a crypto-market. Perpetuation or innovation?*, in I.H.-Y. CHIU-G. DEIPENBROCK (Eds.), *Routledge Handbook of Financial Technology and Law*, Routledge, Abingdon, 2021, p. 357.

<sup>46</sup> Sebbene la tutela del mercato (in senso ampio) passi anche per la questione della riconducibilità dei *token* alla categoria dei beni (immateriali), onde evitare di disperdere

Proprio per cercare di rassicurare operatori e consumatori e favorire lo sviluppo delle ICO, come detto, molti Stati, anche comunitari, hanno ritenuto utile intervenire sul quadro regolatorio interno con riforme più o meno estese e coerenti. Se infatti in Lussemburgo<sup>47</sup>, come nel Delaware<sup>48</sup>, la considerazione del legislatore ha interessato solo limitati aspetti di alcune specifiche fattispecie, segnatamente l'emissione, la registrazione e gestione in *blockchain* di strumenti finanziari tipici (azioni e obbligazioni), in altre, come Malta<sup>49</sup>, o guardando più lontano, il Wyoming<sup>50</sup>, solo per menzionarne alcune, la maggior spinta ha suggerito ai governi di impegnarsi nella costruzione di un vero e proprio sistema disciplinare parallelo, dedicato alla *crypto-economy* quale fenomeno complessivo.

Ecco allora che, sulla scia dell'esperienza maturata all'estero, anche in Italia si è cominciato a registrare qualche movimento in tal senso. Il passo, tuttavia, è parso subito incerto, come dimostra la decisione stessa della CONSOB – cui si deve l'iniziativa – di affidare la propria proposta per l'introduzione sul territorio nazionale di un regime speciale dedicato ai finanziamenti in *blockchain* ad un “Documento per la Discussione” rivol-

---

eccessivamente il discorso non tratteremo di questo aspetto e neppure del problema della natura cartolare, su cui vedi però, anche per ulteriori rimandi, A. CALONI, *Deposito di cryptoattività presso una piattaforma exchange: disciplina e attività riservate*, in *Giur. comm.*, 2020, spec. p. 1082; G. ARCELLA-M. MANENTE, *Le criptovalute e le loro contraddizioni: tra rischi di opacità e di eccessiva trasparenza*, in *Notariato*, 2020, p. 33; N. DE LUCA, *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza*, cit., p. 411; R. SAREL, *Property rights in cryptocurrencies: A law and economics perspective*, in 22 (3) *N.C.J.L. & Tech.*, 2021, p. 389 ss.; M. LEHMANN, *National Blockchain Laws as a Threat to Capital Markets Integration*, EBI Working Paper Series, 2021, p. 10 s., che ci ricorda come dalla caratterizzazione di base dell'oggetto e del diritto su di esso insistente discendano importanti conseguenze sul piano traslativo e in termini di tutela fallimentare.

<sup>47</sup> *Loi du 1er mars 2019 portant modification de la loi modifiée du 1er août 2001 concernant la circulation de titres; Loi du 22 janvier 2021, n. 7637 portant modification: 1° de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier; 2° de la loi du 6 avril 2013 relative aux titres dématérialisés.*

<sup>48</sup> E. LA SALA, *L'applicazione della Distributed Ledger Technology all'emissione di strumenti finanziari di debito*, cit., p. 727 ss.

<sup>49</sup> *Malta Virtual Financial Assets Act*, 2018.

<sup>50</sup> Sull'evoluzione della normativa nei diversi ordinamenti statunitensi, v. J. KLOSS, *Securing Crypto: Exempting Certain Cryptoassets from the Arkansas Securities Act*, in 73 (3) *Arkansas Law Review*, 2020, p. 631 ss. E con specifico riguardo al Wyoming: P. MATERA, *Delaware's Dominance, Wyoming's Dare: New Challenge, Same Outcome?*, in 27 *Fordham J. Corp. & Fin. L.*, 2022, p. 114 ss.



to a tutte le parti interessate<sup>51</sup>. Comunque sia, sarà stato anche per l'approccio aperto che l'ha accompagnato, il progetto, avviato nel 2019, ha sortito subito un notevole riscontro, anche in seno alla dottrina, che ha accolto con favore la nuova metodologia di lavoro *bottom-up* inaugurata dall'*Authority* e, in linea di massima, anche la scelta di intervenire con una disciplina *ad hoc*. Senonché, leggendo il documento di sintesi pubblicato il 2 gennaio 2020<sup>52</sup>, a valle della consultazione, sembra che l'ampio dibattito abbia per qualche verso complicato, anziché agevolato, il lavoro, soprattutto ricostruttivo, dell'Autorità, la cui posizione a due anni di distanza resta per molti aspetti abbastanza indefinita. Ciò che rende altamente improbabile l'approvazione di una riforma in tempi celeri.

Anche perché, mentre gli Stati nazionali erano impegnati a fronteggiare la pandemia, e proprio per aiutarli nella ripresa economica, il Parlamento europeo ha pubblicato una dettagliatissima doppia proposta di regolamento volta ad introdurre una disciplina eurolunitaria per l'emissione (e la circolazione) dei *crypto-asset*, che sembra lasciare poco spazio alle iniziative locali. Questa almeno sembrerebbe dover essere la conclusione per i *token* di utilità e di pagamento di cui alla Proposta MiCA<sup>53</sup>, atteso che invece per i "*security token*" il *Digital Finance Package* si occupa solo della realizzazione di un'infrastruttura tecnologica dedicata all'emissione e lo scambio in DLT di azioni e obbligazioni ("Progetto pilota": PilotR)<sup>54</sup>. Il tutto mentre si ribadisce espressamente che il regime speciale per gli scambi in *block-*

---

<sup>51</sup> CONSOB, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività. Documento per la Discussione*, cit.

<sup>52</sup> CONSOB, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività, Rapporto Finale*, 2 gennaio 2020.

<sup>53</sup> Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività, emanata dalla Commissione europea il 24 settembre 2020 [COM (2020) 593 *final* – 2020/0265 (COD)].

<sup>54</sup> Diversamente dal MiCA, di cui si attende ancora la pubblicazione definitiva, il 30 maggio 2022 ha visto la luce il Regolamento (UE) 2022/858 del Parlamento europeo e del Consiglio relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito e che modifica i Regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 e la Direttiva 2014/65/UE. Il Regolamento recepisce la proposta COM (2020) 594 *final* – 2020/0267 (COD), segnando il primo passo concreto verso l'attuazione del *Digital Finance Package*. Per una sintesi dei contenuti del PilotR, v. D.A. ZETZSCHE-J. WOXHOLTH, *The DLT Sandbox under the EU Pilot Regulation*, in 17 *Capital Markets Law Journal*, 2022, p. 212 ss.

*chain* non vuole in alcun modo sostituirsi a quello generale disegnato dalla MiFID 2 e dal MiFIR per gli “*strumenti finanziari*” (art. 2 MiCA)<sup>55</sup>.

In questo quadro, fin troppo ricco e mutevole, è evidente allora che il problema non è solo o tanto tecnico, come poteva sembrare inizialmente, e neppure regolatorio, bensì di (relazione con il) sistema<sup>56</sup>. In quest’ottica sono in molti, a cominciare dalla Commissione Europea, ad invocare l’adozione di un approccio di neutralità tecnologica basato sul principio “*same activity, same risks, same rules*”<sup>57</sup>, ma il tema è appunto capire se ed in che misura le regole comuni su cui si fonda l’ordinamento finanziario siano in grado di soddisfare adeguatamente gli interessi in gioco<sup>58</sup>, ovvero se ci siano delle istanze, dei rischi specifici connessi al fenomeno della tokenizzazione che non trovano corrispondenza nel sistema e di cui quest’ultimo invece dovrebbe farsi carico<sup>59</sup>. Ovvero dei limiti da cui andrebbe alleggerito.

Va da sé che non è facile, per un giurista, anche semplicemente intuire il funzionamento di meccanismi tecnologici complessi e sfuggenti quali

---

<sup>55</sup> Per un’analisi accurata delle proposte eurounitarie, v. *infra*, cap. III, par. 6.

<sup>56</sup> WORLD BANK, *Fintech and the Future of Finance. Overview Paper*, 2022, spec. p. 37 ss.

<sup>57</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni “*Strategia finanziaria digitale per l’Europa*” (COM (2020) 591 final), p. 17; ESCB, *European banking supervision response to the European Commission’s public consultation on a new digital finance strategy for Europe/FinTech action plan*, 2020, p. 10. Analog. Expert Group on Regulatory Obstacles to Financial Innovation (ROFIEG), *30 Recommendations on Regulation, Innovation and Finance*, Final Report to the European Commission (December 2019).

<sup>58</sup> Sull’importanza di valorizzare sempre la “tavola degli interessi che rappresenta lo sfondo del sistema finanziario”, v. A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Innovazione tecnologica, regolazione e supervisione dei mercati*, in V. FALCE (a cura di), *Financial innovation tra disintermediazione e mercato*, Giappichelli, Torino, 2021, p. 5 s., ove ulteriori riferimenti.

<sup>59</sup> Come osserva magistralmente S. JOHNSTONE, *Regulating Cryptographic Consensus Technology: Oxymoron or Necessity?*, 2018, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), p. 15 s., se lo scopo del legislatore dev’essere logicamente quello di favorire, non certo di ostacolare l’innovazione e lo sviluppo di nuovi modelli commerciali, “*it is of course somewhat paradoxical to address something new by treating it as though it were something old*”. E ancora “*Even if the basic conundrums were solved about which or whether a law applies to a crypto, there would remain some areas where regulation would be problematic from a policy point of view because some basic building blocks of regulation could not be satisfied*” (p. 19). Rischio, innovazione e concorrenza: sono queste, in sintesi, le ragioni di base che, a dispetto di una matrice sostanziale comune, meritano di essere considerate in un approccio funzionale (E. MACCHIAVELLO, *FinTech. Problematiche e spunti per una regolazione ottimale*, cit., p. 453 ss.).

quelli su cui si basa l'emissione dei *crypto-asset*, e il loro mercato. È tuttavia solo così, ovvero compiendo questa sorta di “prova di resistenza” del “vecchio” al “nuovo”, anziché archiviando *a priori* il primo, che si può sperare di cogliere gli eventuali *gap* e tracciare le linee evolutive del sistema (al singolare), evitando sfrangiature, sovrapposizioni e incoerenze di ogni genere, tipiche dei microinsiemi<sup>60</sup>. Anche perché di riforme in argomento in questi ultimi anni ce n'è state, anche più d'una – dall'approvazione della V Direttiva antiriciclaggio (Dir. UE 2018/843 del 30 maggio 2018: AMLD5), alla revisione della normativa prospetto (Reg. UE 2017/1129 del 14 giugno 2017 sostitutivo della previgente Dir. 2003/71/CE), passando per il nuovo Regolamento europeo sul *crowdfunding* (Reg. UE 2020/1503 del 7 ottobre 2020), nella cui bozza per qualche tempo avevano trovato spazio proprio le ICO, prima di essere stralciate –, per cui potrebbe anche immaginarsi che il quadro regolatorio non sia inadeguato al punto da giustificare l'inserimento di un ulteriore *set* indipendente di regole, come vorrebbe invece il Parlamento europeo<sup>61</sup>.

In accordo con questa premessa, la ricerca intende anzitutto esaminare il problema dell'inquadramento giuridico dei *token*, e quindi delle ICO, nella prospettiva della normativa *finanziaria* e *societaria* nazionale attualmente vigente; ciò gioverà anche a qualche riflessione conclusiva *de iure condendo*, in un tentativo di sintesi fra il metodo cosiddetto *coherentist* e quello *regulatory-instrumentalist*<sup>62</sup>.

Al di là delle ricadute operative, un'indagine di questo tenore è certamente sollecitata dalla necessità di integrare il nuovo modello di finanziamento d'impresa, alla luce delle sue specificità rispetto a quelli più tradi-

---

<sup>60</sup> Bene su questo aspetto M. DELL'ERBA, *From inactivity to full enforcement: The implementation of the 'do no harm' approach in initial coin offerings*, cit., p. 175 ss., che ricorda come “*The risk of new regulatory frameworks following technology is that they will produce a sort of 'emergency regulation', wherein the general categories and principles are more fragmented and difficult to identify and implement*” (p. 211), ciò che può anche “*affecting the development of the new technology*” (p. 179).

<sup>61</sup> Contrario a questa propensione dei regolatori per un approccio “incrementale”, S. JOHNSTONE, *Regulating for blockchain ecosystem development means getting past the stumbling block of regulatory incrementalism*, in 5 (2) *Stanford Journal of Blockchain Law & Policy*, 2022, p. 262.

<sup>62</sup> R. BROWNSWORD, *Regulatory Fitness: Fintech, Funny Money, and Smart Contracts*, in 20 *EBOLR*, 2019, p. 11 ss.