

Contributo alla qualificazione giuridica dell'offerta al pubblico di *Utility Token* (anche) alla luce della proposta di Regolamento Europeo sulle cripto-attività

di Salvatore Luciano Furnari* e Roberto Angelo Lener**

Sebbene privo di specifica regolamentazione, il settore delle cripto-attività si sta sviluppando molto rapidamente. L'incertezza regolamentare fa sì che alla medesima velocità, ogni giorno, nascano e spariscano nuovi progetti imprenditoriali, molti dei quali non sono nemmeno riconducibili a un gruppo di imprenditori identificati o identificabili.

In questi ultimi mesi, grazie allo sviluppo di infrastrutture blockchain "centralizzate" che hanno ridotto i costi di transazione per operare al loro interno, il settore delle cripto-attività è paragonabile a un vero *far west* in cui è possibile scovare da progetti ben ideati, a schemi Ponzi dichiarati, a truffe più o meno palesi oppure a numerosissime copie di progetti già conosciuti e aventi una vita media di qualche settimana.

All'interno di questo caos primordiale si muovono "cripto-investitori" non sempre preparati, solitamente mossi dalla tentazione di ritorni stratosferici in tempi brevissimi. Al grido di "when Lambo", essi acquistano (senza saperlo) prodotti finanziari anche complessi senza alcuna forma di controllo e nel completo anonimato.

Nonostante da molti non sia per nulla auspicato, questo settore non può che essere regolato, considerato che lo stesso, nonostante sia stato esplorato ancora da pochi, sta suscitando velocemente l'interesse anche dei meno esperti. Affinché ciò sia possibile è necessario, prima di tutto, identificare le "creature" che popolano questo settore. La giurisprudenza, la dottrina e le autorità del settore si stanno già cimentando in questo arduo compito, pur senza aver raggiunto un risultato univoco.

Si rende allora necessario proseguire la discussione in corso, con l'aspirazione di giungere a proporre una qualificazione giuridica convincente delle cripto-attività e, in particolare, della categoria che fra queste è la più discussa, quella degli utility token.

Per far ciò, il presente lavoro si articola nel modo che segue.

*Avvocato in materia di Fintech, Cripto-attività, Diritto dei Mercati Finanziari, Diritto Bancario e Diritto Commerciale, oltre che Dottore Commercialista; **Professionista in ambito Private Equity e Dottore Commercialista specializzato in Cripto-attività, Finanza Aziendale e Business Due Diligence.

La prima parte è dedicata alla descrizione delle diverse categorie di cripto-attività e delle metodologie di offerta. In particolare, cercheremo di descrivere le fattispecie più diffuse per rendere chiara al lettore la fisionomia del fenomeno oggetto di analisi.

La seconda parte è dedicata alla ricostruzione delle teorie sulla qualificazione giuridica delle cripto-attività fornite dalla dottrina, dalla giurisprudenza recente, nonché dalle autorità del settore, con uno sguardo analitico anche alla regolamentazione proposta dal legislatore europeo.

L'ultima parte si occuperà di ricostruire giuridicamente il fenomeno delle cripto-attività, alla luce non solo delle opinioni già espresse da dottrina e giurisprudenza ma anche della normativa vigente.

1. Introduzione

Sebbene privo di specifica regolamentazione, il settore delle cripto-attività si sta sviluppando molto rapidamente. L'incertezza regolamentare fa sì che alla medesima velocità, ogni giorno, nascano e spariscano nuovi progetti imprenditoriali, molti dei quali non sono nemmeno riconducibili a un gruppo di imprenditori identificati o identificabili.

In questi ultimi mesi, grazie anche allo sviluppo di infrastrutture blockchain "centralizzate" che hanno ridotto i costi di transazione per operare al loro interno, il settore delle cripto-attività è paragonabile a un vero *far west* in cui è possibile scovare da progetti ben ideati, a schemi Ponzi dichiarati, a truffe più o meno palesi oppure a numerosissime copie di progetti già conosciuti e aventi una vita media di qualche settimana.

All'interno di questo *caos primordiale* si muovono "cripto-investitori" non sempre preparati, solitamente mossi dalla tentazione di ritorni *stratosferici* in tempi brevissimi. Al grido di "*when Lambo*", essi acquistano (senza saperlo) prodotti finanziari anche complessi senza alcuna forma di controllo e nel completo anonimato.

Nonostante da molti non sia per nulla auspicato, questo settore non può che essere regolato, considerato che lo stesso, nonostante sia stato esplorato ancora da pochi, sta suscitando velocemente l'interesse anche dei meno esperti.

Affinché ciò sia possibile è necessario, prima di tutto, identificare le "*creature*"¹ che popolano questo settore.

¹ Il riferimento è voluto allo scritto di F. ANNUNZIATA, 'Speak, If You Can: What Are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings', in *Bocconi Legal Studies Research Paper*, n. 2636561, 2019, disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=3332485>

La giurisprudenza², la dottrina³ e le autorità del settore si stanno già cimentando in questo arduo compito, pur senza aver raggiunto un risultato univoco.

Le offerte al pubblico di cripto-attività (in inglese *Initial Coin Offering* o ICO) sono, infatti, uno strumento di finanziamento caratterizzato da un alto grado di incertezza legislativa e regolamentare. Considerando che l'emittente è "tecnicamente" libero di impostare la raccolta nel modo che meglio si adatta alle proprie esigenze imprenditoriali, è chiaro che la disciplina applicabile dipenderà dai diritti che i token oggetto di offerta conferiranno. Da ciò ne discende che sia l'emittente che le autorità di vigilanza saranno costrette a dover effettuare delle approfondite analisi caso per caso al fine di individuare la corretta disciplina applicabile a un'operazione di raccolta di capitali condotta tramite una ICO.⁴

A complicare il procedimento di identificazione si aggiunge il fatto che in una ICO non è sufficiente studiare con attenzione le condizioni "contrattuali" o di offerta stabilite dal promotore, poiché è necessario analizzare la loro *trasposizione* all'interno dello *smart contract* di riferimento. Infatti, a differenza di forme di finanziamento più tradizionali, le condizioni effettive dell'offerta sono incorporate direttamente all'interno dello *smart contract* che tecnicamente si occuperà di gestire la raccolta, utilizzando un linguaggio "di programmazione".⁵

² Fra le più recenti pronunce giurisprudenziali che si sono pronunciate sulla natura giuridica dei Bitcoin si segnala Cass., 25 settembre 2020, n. 26807. Ma sul punto si è anche espresso: Trib. Brescia, 25 luglio 2018, n. 7556; il decreto n. 207/2018 del 24 ottobre 2018 pronunciato dalla Corte di Appello di Brescia; Trib. Verona, 24 gennaio 2017, n. a n.195; e, finanche, la Corte di Giustizia dell'Unione Europea, Sez. V, 22 ottobre 2015, n. 264/14 per la cui disamina si rimanda a A. LIVI, 'Le criptovalute nella giurisprudenza', in E. CORAPI and R. LENER (a cura di), *I diversi settori del Fintech*, Cedam, Milano, 2019, p. 111.

³ In dottrina molti autori si sono già occupati dell'argomento, sebbene con risultati non sempre univoci. Uno dei primi articoli che ha affrontato la questione si deve a P. HACKER, C. THOMALE, 'Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law', in *European Company and Financial Law Review*, 2018, p. 645-696. La medesima ricostruzione viene ripresa per grandi linee e per la maggior parte condivisa in F. ANNUNZIATA, *op. cit.*; L. FERRAIS, 'Le Initial Coin Offerings: fattispecie in cerca d'autore', in M. T. PARACAMPO (a cura di), *Fintech – Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Giappichelli, secondo volume, 2019, pp. 285-288; P. P. PIRANI, 'Gli strumenti della finanza disintermediata: «Initial Coin Offering» e «blockchain»', in *Analisi Giuridica dell'Economia*, I, 2019, pp. 337-342; D. BOREIKO, G. FERRARINI, P. GIUDICI, 'Blockchain Startups and Prospectus Regulation', in *European Business Organization Law Review*, 20, 2019, pp. 665-694.

⁴ Questo anche al fine di evitare l'elusione o la non applicazione di normative più stringenti: vale a dire le norme che attengono alla tutela degli investitori e dei mercati, il cui mancato rispetto implica, *ex ante*, perdite indesiderate per (e non prevedibili da) gli investitori e, *ex post*, spiacevoli (e gravose) sanzioni a carico dell'emittente.

⁵ Ciò è, in parte, anche il risultato della mancanza di un intermediario che si occupi di definire le regole del gioco come invece è ormai prassi nel più classico *crowdfunding*. Le parti hanno quindi la possibilità di disciplinare il proprio rapporto *vis-à-vis*. Più precisamente, l'azienda ha la possibilità di definire,

Si rende allora necessario proseguire la discussione in corso, con l'aspirazione di giungere a proporre una qualificazione giuridica convincente delle varie categorie di cripto-attività e, in particolare, della categoria che fra queste è quella che suscita maggiori dubbi regolamentari, ovvero quella degli *utility token*.

2. Le diverse tipologie di cripto-attività diffuse sul mercato

La classificazione “tradizionale” delle cripto-attività, utilizzando quale canone di classificazione i diritti conferiti al detentore, riconosce tre principali categorie: le criptovalute, gli *utility token* e gli *investment token*. Alla categoria delle *criptovalute*, appartengono le cripto-attività che non conferiscono al loro detentore particolari diritti ma che si prestano a essere utilizzate come corrispettivo consensuale dello scambio di beni e servizi. Alla seconda categoria appartengono gli *utility token*, cripto-attività che conferiscono al proprio detentore diritti su un servizio o su un bene offerto dall'azienda che li ha emessi. All'ultima categoria appartengono gli *investment token*, cripto-attività che attribuiscono al proprio titolare diritti economici o amministrativi direttamente nei confronti dell'impresa emittente.⁶ Infine, a quelle

anche contrattualmente, le condizioni e le regole dell'offerta a cui il contribuente può decidere di aderire o, nel caso in cui riesca a leggere le condizioni, non aderire. Sulla validità di un contratto scritto utilizzando uno *smart contract* e in merito alle problematiche a ciò collegate, sia permesso il rinvio a S. L. FURNARI, 'Validità e caratteristiche degli smart contract e possibili usi nel settore bancario finanziario', in E. CORAPI e R. LENER (a cura di), *I diversi settori del Fintech*, Cedam, Milano, 2019, p. 90 ss.

⁶ Questa classificazione è in assoluto la più seguita non solo dalla letteratura ma anche da alcune fra le più importanti Autorità europee del settore. Essa si rimanda allo scritto di P. HACKER, C. THOMALE, *op. cit.*, p. 12 e viene ripresa in dottrina dalla maggior parte degli autori citati *sub* nota 3, alcuni dei quali però propongono l'impiego di altri criteri classificatori. Fra questi, sembra utile segnalare l'ulteriore approccio classificatorio di tipo “top-down” suggerito in F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 37 ss., cui si rimanda per maggiori dettagli.

Con riferimento alle autorità europee, invece, l'EBA nel suo *Report with advice for the European Commission on crypto-asset*, 9 gennaio 2019, p. 6-7, distingue fra: “*Payment/exchange/currency tokens*”, descritti come “*tokens for payment-type purposes*”; “*Investment tokens*” cui ci si riferisce in questi termini “*investment*” or “*security*” tokens representing debt or equity claims on the issuer”; gli “*Utility tokens*” sono, infine, “*tokens used to provide access to applications or services (commonly involving DLT)*”.

Secondo l'ESMA, invece, “*investment-type*’ crypto-assets may have some profit rights attached, like equities, equity-like instruments or non-equity instruments. Others, so-called ‘utility-type’ crypto-assets, provide some ‘utility’ or consumption rights, e.g., the ability to use them to access or buy some of the services/products that the ecosystem in which they are built aims to offer. Others, so-called ‘payment-type’ crypto-assets, have no tangible value, except for the expectation they may serve as a means of exchange or payment to pay for goods or services that are external to the ecosystem in which they are built. Also, many have hybrid features or may evolve over time.” ESMA, *Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 2019, p. 8.

descritte è possibile affiancare una ulteriore categoria “amorfa”, di cripto-attività *ibride*, all'interno della quale far rientrare le cripto-attività che possiedono caratteristiche riconducibili a più di una delle categorie predette.

2.1 Criptovalute e stablecoin

Le criptovalute sono cripto-attività la cui funzione principale è quella di essere utilizzate come mezzo per lo scambio di beni o servizi. Esse svolgono un ruolo simile a quello della moneta pur senza alcun riconoscimento normativo espresso che le parifichi alla moneta avente corso legale. In assenza di uno specifico riconoscimento normativo, le criptovalute svolgono la propria funzione di mezzo di scambio solo per espressa volontà delle parti. L'elemento che le caratterizza attualmente è, infatti, quello di essere prive dell'efficacia solutoria che la legge attribuisce, invece, alla moneta avente corso legale. Sebbene, infatti, l'autonomia negoziale potrà ben prevedere il pagamento di una somma tramite criptovalute, in questo caso, non sono applicabili le normali conseguenze previste nel nostro ordinamento per il *solvens* di richiedere il pagamento con moneta avente corso legale, né tantomeno quello dell'*accipiens* di pretendere la conversione della stessa in valuta tradizionale.

Le criptovalute sono, anche da un punto di vista storico, l'archetipo delle cripto-attività. A questa categoria appartiene, infatti, Bitcoin, la prima e ancora oggi la più famosa cripto-attività in circolazione.⁷ I concetti tecnologici su cui si basa il funzionamento di Bitcoin sono infatti stati sostanzialmente ripresi e implementati in maniera più o meno originale in ogni sistema di criptovalute oggi esistente. Fra questi, spicca la previsione di meccanismi non inflattivi all'interno del protocollo

⁷ L'idea di creare una valuta virtuale o elettronica non è recente. Un precursore dell'idea che si cela dietro i Bitcoin può già essere individuato in David Chaum, il quale partendo da un suo studio pubblicato nel 1982, fondò la società Digicash, nella quale per la prima volta venne adottata la crittografia per la creazione di una moneta elettronica o virtuale. La novità di Digicash era che il servizio utilizzava la crittografia per rendere anonime le transazioni realizzate utilizzando questo Digicash. Per ulteriori informazioni sull'argomento, si rimanda a D. CHAUM, 'Blind Signatures for Untraceable Payments', in *Advances in Cryptology: proceedings of Crypto 82*, 1982. A differenza di Bitcoin o delle altre cripto-attività, Digicash rimaneva, però, un progetto centralizzato e, dunque, non del tutto indipendente da una autorità centrale che gestisse l'emissione di moneta. Sebbene il progetto Digicash non ebbe il successo sperato, alcune delle idee alla base del suo funzionamento vennero riprese qualche anno più tardi. Alla fine degli anni Novanta, l'idea di Bitcoin sembrerebbe essere stata presentata per la prima volta in risposta a una mailing list di “cripto anarchici” da parte di una persona (o un gruppo) nota con lo pseudonimo di Satoshi Nakamoto. Sebbene Bitcoin sia la criptovaluta più utilizzata al mondo, la vera identità di Satoshi Nakamoto è, oggi, ancora sconosciuta.

che governa la rete DLT di riferimento, i quali regolano il numero, nonché i criteri, di distribuzione al pubblico di una determinata criptovaluta.⁸

L'innovazione essenziale di ogni cripto-attività consiste nella creazione di meccanismi che evitano il problema del cd. *double-spending*, creando un ambiente sì virtuale ma in cui è impossibile effettuare duplicazioni di *asset* esistenti in questa infrastruttura. Ciò è possibile pur senza la presenza di una struttura centralizzata o di molteplici intermediari. Le criptovalute, così, permettono l'intermediazione nello scambio di "valori", utilizzando una struttura decentralizzata, ovvero priva di una autorità centrale ma che, al contempo, sia resistente a eventuali manipolazioni esterne capaci di alterarne il corretto funzionamento.

L'assenza di intermediari aventi il compito di sostenere e gestire il sistema permette di ridurre i costi per singola transazione, rendendo possibile inviare, usando le criptovalute, grandi somme di denaro pagando trascurabili costi di transazione.⁹

⁸ Meccanismi questi che, di sovente, sono responsabili del successo di una cripto-attività.

Stante l'assenza di un operatore centrale o di depositi di moneta corrente a fronte del quale avviene l'emissione della criptovaluta, sono questi meccanismi che generano la fiducia che consente di attribuire un vero valore a questa cripto-attività. Così, ad esempio, nel caso di Bitcoin esiste un numero fisso e massimo di Bitcoin che potrà mai essere assegnato dal protocollo ai suoi partecipanti. Il loro numero è pari a 21 milioni. Alla data attuale sono stati già estratti circa l'85% dei Bitcoin che è possibile ottenere sulla base delle regole previste dal relativo protocollo. Sulla base di recenti stime, qualche esperto ha previsto che l'ultimo Bitcoin verrà estratto verso il 2140. Questa "diluizione" è possibile grazie a precisi meccanismi, come quello di *halving*, che a scadenze ben definite rendono via via minore il numero di Bitcoin che è possibile "estrarre" dalla rete.

Con riferimento alla loro distribuzione, questa avviene a seguito dello svolgimento di alcune attività che permettono alla infrastruttura di funzionare. Da questo punto di vista, i Bitcoin non sono altro che il premio attribuito dal protocollo della DLT di Bitcoin ai soggetti che riescono a risolvere il puzzle crittografico e, dunque, a unire più blocchi di transazioni. Coloro che svolgono questa attività vengono definiti comunemente *miner* così come l'attività che il protocollo ricompensa con l'assegnazione di criptovalute viene definita *minig* (nome che sembra derivare dall'immaginare che i Bitcoin "fuoriuscissero" dai blocchi come se l'attività computazionale servisse a "romperli" al pari dell'attività svolta da un cercatore d'oro). Il sistema di Bitcoin, però, nel tempo ha prestato il fianco anche ad alcune critiche. Il numero "finito" di Bitcoin che potranno essere messi in circolazione nonché l'aumento dei soggetti che si dedicano all'attività di *minig*, ha fatto sì che questa attività richieda, nel tempo, l'impiego di una sempre maggiore potenza di calcolo, con alcune e non banali conseguenze dal punto di vista sia dell'impiego di energia elettrica sia dal fatto che ad oggi questa attività è circoscritta a solo quei soggetti che possano permettersi l'acquisto di costosi processori. Diventa così frequente per più *miner* associarsi nelle così-dette *minig pool*, un sistema che consente a più soggetti di unire la potenza di calcolo delle proprie macchine allo scopo di dividere i ricavi. Il sistema di *minig* sta così diventando un oligopolio che sta facendo dubitare molti della possibilità che, nel lungo periodo, il principio della "decentralizzazione" possa resistere.

⁹ L'abbattimento dei costi per transazione non implica, ovviamente, che l'intero sistema si sostenga gratuitamente. Infatti, esistono comunque dei costi, sostenuti specialmente dai nodi o dai *miner*, rappresentati dall'elettricità consumata dai potenti processori impiegati nell'attività di sostegno dell'infra-

Queste caratteristiche hanno fatto sì che il mercato abbia dimostrato un particolare interesse per lo scambio di beni e servizi in cambio di criptovalute. Nel mondo, ormai, sono numerosi i negozi (virtuali e fisici) che accettano le criptovalute più utilizzate.¹⁰ Tale diffusione può essere facilmente ricondotta al fatto che questo particolare tipo di cripto-attività è “strutturalmente” capace di svolgere le principali funzioni tipiche della moneta, potendo fungere da unità di conto e da mezzo di pagamento. Si dubita, invece, del fatto che le criptovalute possano svolgere anche la terza funzione “tipica” della moneta, ovvero quella di fungere da riserva di valore.¹¹ Ciò è dovuto all’attuale eccessiva volatilità che caratterizza le criptovalute più famose e utilizzate.

struttura. Pertanto, nonostante si realizzi un certo abbattimento dei costi “di utenza” per ogni singola transazione, il costo totale di funzionamento del sistema non è detto che sia inferiore a quello dei sistemi tradizionali. Fra i costi collegati all'utilizzo e all'implementazione di un sistema criptovalutario potrebbe essere considerato anche quello di formazione, richiesto per poter utilizzare il sistema. Per ricoprire il ruolo di nodo validatore o quello di *miner* è, infatti, pur sempre necessario che un uomo (in carne e ossa) dotato di spiccate abilità tecniche ed informatiche gestisca i sistemi *hardware* e *software* necessari a far funzionare il sistema. Sulla tematica si veda E. GIRINO, ‘Criptovalute: un problema di legalità funzionale’, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2018.

Nei sistemi di criptovalute, il vantaggio della riduzione dei processi di intermediazione non deve essere letto solo in termini di minori costi di transazione. Le criptovalute rappresentano il primo - e forse più diffuso - utilizzo di un sistema decentralizzato in grado di costituire un'unità di conto. Tutte le esperienze precedenti, nonché gli attuali servizi offerti da banche o intermediari finanziari, prevedono la presenza di un'entità centrale incaricata di gestire il database e di aggiornare costantemente il bilancio degli utenti. L'impiego di database centralizzati per la registrazione dei saldi e dei movimenti di denaro espone i sistemi monetari tradizionali a due diversi svantaggi: da un punto di vista pratico e microeconomico il primo è l'esposizione ad attacchi esterni; da quello teorico e macroeconomico la possibilità di causare fenomeni inflattivi. Riguardo al primo, da sempre gli intermediari finanziari sono stati soggetti ad attacchi, sia fisici (furti e rapine) che virtuali (attacchi hacker) nei confronti dei conti detenuti per conto dei propri clienti. Attacchi che diventano vani (se non impossibili) nei sistemi criptovalutari che rispettano i sistemi di funzionamento descritti in precedenza; l'unico modo di impossessarsi delle criptovalute di un soggetto rimane, infatti, quello di conoscere la sua chiave privata. Questa, quando non portata a conoscenza di terzi - perché, per esempio, meramente memorizzata -, diventa impossibile da sottrarre, non essendo in alcun modo coercibile l'attività di rivelazione di una password senza la collaborazione del soggetto interessato. Da un punto di vista macroeconomico, i sistemi di criptovalute sono meno esposti, per definizione, a meccanismi inflattivi, non dipendendo dall'autorità pubblica la decisione di emettere più o meno moneta.

¹⁰ Oltre a Bitcoin, nel novero delle criptovalute con maggiore capitalizzazione di mercato, secondo il sito <https://www.coingecko.com/> rientrano Tether (USDT), Ripple (XRP), Litecoin (LTC), Bitcoin Cash (BCH), Monero (XMR).

¹¹ Sul punto di rimanda a R. DE BONIS, M. I. VANGELISTI, *Moneta – Dai buoi di Omero ai Bitcoin*, Il Mulino, Bologna, 2019, p. 155-156 e a F. BOZZA, ‘Criptovaluta e moneta: tutte le differenze’, *FCHub.it*, 2020. In verità, questo aspetto non sembra essere un aspetto preso in grande considerazione da parte dei suoi utilizzatori. Anzi, in molti casi, l'acquisto di criptovalute sembra essere proprio spinto

Per risolvere il problema dell'estrema volatilità di questi strumenti, il mercato ha indotto la creazione delle c.d. *stablecoin*, una classe di criptovalute il cui valore è vincolato attraverso garanzie su beni fisici, come monete *fiat* (euro, dollaro statunitense, etc.), beni e metalli preziosi (oro, diamanti, etc.) ovvero tramite appositi algoritmi che ne regolano la quantità offerta.

Sul mercato sono presenti diverse tipologie di *stablecoin*. Una loro classificazione può essere effettuata in base alla tipologia di collaterale che viene impiegato per garantire il mantenimento da parte del token di un valore allineato a quello della moneta di riferimento. Si possono, quindi, identificare *stablecoin* che impiegano come collaterale valuta *fiat* (*fiat-collateralized*), *stablecoin* che impiegano come collaterale altre cripto-attività (*crypto-collateralized*) e *stablecoin* che non prevedono il deposito di alcun collaterale ma che mantengono stabile il proprio valore esclusivamente sulla base di specifici algoritmi in grado di regolarne la quantità in circolazione (*non-collateralized* o *algorithmic*). Queste tre soluzioni presentano diversi vantaggi e diversi profili di criticità, che possono essere illustrati tramite un'analisi più dettagliata dei principali *asset* appartenenti a questa categoria.

2.2 (segue) Le *fiat-collateralized stablecoin*

Nelle *fiat-collateralized stablecoin* si prevede l'emissione di nuovi token sulla base di un rapporto di collateralizzazione paritetico con la valuta a corso legale al cui valore sono ancorati, la quale viene contestualmente sottratta dalla circolazione. È questo il caso delle *stablecoin* più diffuse, come Tether USD (USDT), USD Coin (USDC) e Binance USD (BUSD). Il principale aspetto critico di tale soluzione è da rintracciarsi nel fatto che sono le società che emettono queste *stablecoin* a impegnarsi in prima persona a vincolare il corretto importo di moneta *fiat*. Ciò comporta per i possessori dei token un effettivo rischio di controparte: in assenza di pervasivi obblighi di trasparenza, queste società potrebbero infatti emettere token per un controvalore superiore a quello della moneta *fiat* effettivamente vincolata, arrogandosi in questo modo l'inopportuna facoltà di "stampare moneta" e rendendo quindi impossibile per i possessori il processo di conversione inversa delle *stablecoin* in moneta *fiat*.¹²

più dall'intenzione di ricevere un guadagno economico dalla loro rivendita che dall'utilizzo delle stesse come moneta di scambio.

¹² Tale soluzione prevede chiaramente una forte componente di fiducia da parte dei detentori del token in un'entità centrale, che sembrerebbe da un punto di vista concettuale in aperto contrasto con le motivazioni fondatrici dell'intero sistema delle cripto-attività, che punta a essere un sistema decentralizzato e tendenzialmente *trustless*, in opposizione all'attuale sistema monetario governato dalle banche centrali.

Proprio a tal proposito può essere ricordato il caso di Tether, società responsabile dell'emissione della *stablecoin* più utilizzata sul mercato delle cripto-attività. La *stablecoin* emessa da Tether è nota con l'acronimo USDT ed è stata immessa sul mercato per la prima volta nel 2015 con lo specifico fine di fornire ai *trader* di cripto-attività uno strumento per sfruttare le opportunità di arbitraggio fornite dai diversi *exchange* di cripto-attività¹³.

Nell'aprile 2019, però, Tether è stata coinvolta insieme all'*exchange* di cripto-attività basato a Hong-Kong, Bitfinex, in un'indagine dell'ufficio dell'Attorney General dello stato di New York. In particolare, l'accusa mossa era quella che Bitfinex, in virtù di stretti legami con Tether,¹⁴ fosse ricorsa segretamente all'utilizzo delle riserve monetarie della stessa Tether (teoricamente il collaterale vincolato a supporto della valutazione del token USDT) per coprire una perdita di \$850 milioni conseguente a un investimento nella società di pagamenti Crypto Capital. Una tale circostanza, ove verificata, avrebbe potuto minare definitivamente la fiducia degli investitori in Tether e nell'effettiva collateralizzazione del token da questi emesso. Nonostante le indagini effettuate si siano dimostrate non conclusive in merito alle accuse mosse, queste hanno tuttavia evidenziato un certo grado di opacità nelle movimentazioni di denaro da parte di Tether e ripetuti scostamenti temporanei tra le riserve monetarie detenute dalla società e il controvalore dei token effettivamente emessi (specificamente tra il 1° giugno e il 15 dicembre 2017 e tra il 2 novembre 2018 e la fine di febbraio 2019)¹⁵.

Dopo aver fornito l'evidenza del completo ri-pagamento da parte di Bitfinex del saldo di credito pari a \$550 milioni vantato da Tether nei suoi confronti, il pro-

¹³ Si aggiunga che nel corso degli anni l'utilizzo di USDT si è ulteriormente diffuso grazie alla crescente adozione dei protocolli di *decentralized finance*, al punto da dominare il mercato delle *stablecoin*: si pensi, a conferma di quanto detto, che alla data del 3 aprile 2021 USDT registrava una capitalizzazione di mercato di €36 miliardi e un volume giornaliero di transazione di €90 miliardi, il maggiore tra tutte le cripto-attività scambiate sul mercato, circa 2 volte superiore a quello di Bitcoin e addirittura oltre 30 volte superiore a quello della seconda *stablecoin* più scambiata, Binance USD.

¹⁴ Una fuga di informazioni del novembre 2017 nota come "Paradise Papers" individuava, tra l'altro, i dirigenti di Bitfinex Philip Potter e Giancarlo Devasini come i responsabili della costituzione nel 2014 di Tether Holdings Limited, società delle Isole Vergine Britanniche che controlla al 100% Tether. Si veda in N. POPPER 'Warning Signs About Another Giant Bitcoin Exchange' *The New York Times*, 21 novembre 2017 disponibile su <https://www.nytimes.com/2017/11/21/technology/bitcoin-bitfinex-tether.html>

¹⁵ Tale circostanza è evidenziata nell'ambito dei *findings* dell'ufficio dell'Attorney General dello stato di New York riportati tra le premesse del *settlement agreement* tra le parti del febbraio 2021. Tale documento nella sua versione completa è disponibile su: https://ag.ny.gov/sites/default/files/2021.02.17_-settlement_agreement_-_execution_version.b-t_signed-c2_oag_signed.pdf

cedimento si è concluso nel febbraio 2021 con un *settlement agreement*.¹⁶ Questo procedimento, che oggi sembra essere definitivamente archiviato per Tether, ha però contribuito a diffondere tra gli operatori del mercato una certa diffidenza nei confronti del token USDT, tanto da non ritenersi improbabili ulteriori indagini nei confronti della società da parte della SEC in un prossimo futuro.

A prescindere dagli esiti della vicenda, sembra comunque inevitabile concludere che l'assenza di trasparenza da parte di società che emettono *stablecoin*, oltre a rappresentare un rischio per questi mercati, potrebbe risultare in una completa perdita di fiducia da parte dei possessori di token e minare quindi alle fondamenta la *ratio* che giustifica l'esistenza di questi strumenti.

Sebbene di creazione più recente rispetto a USDT (e quindi, comprensibilmente, ancora meno diffusi sul mercato), meritano comunque di essere citati i token USD Coin (USDC) e Binance USD (BUSD). Il funzionamento dei token è in tutto analogo a quello di USDT; la differenza principale rispetto al token di Tether giace proprio nel fatto che l'emissione del token è gestita, rispettivamente, da Coinbase (insieme alla società di pagamenti elettronici *peer-to-peer* Circle) e Binance, due tra i principali *exchange* di crypto-attività a livello mondiale. Questa circostanza fornisce un evidente forte incentivo all'utilizzo del token come mezzo di scambio sulle rispettive piattaforme, oltre a costituire per gli operatori del mercato tipicamente una certificazione più credibile dell'affidabilità dello strumento e del suo valore. Non deve stupire pertanto che, nonostante volumi di scambio decisamente più contenuti rispetto al più affermato USDT, entrambi stiano recuperando terreno negli ultimi mesi, soprattutto all'interno dei portafogli dei soggetti interessati a detenerli più a lungo termine e non impiegarli immediatamente in uno dei vari protocolli di *decentralized finance* esistenti.

2.3 (segue) le *crypto-collateralized stablecoin*

Una soluzione diversa è quella di permettere il cd. *minting*¹⁷ di *stablecoin* sulla base di un rapporto di collateralizzazione predefinito con una o più crypto-attività, nel rispetto delle condizioni definite da alcuni *smart contracts*. Questa soluzione presenta il vantaggio di offrire assoluta trasparenza e di non richiedere la presenza di un'entità centrale che si impegni a vincolare una certa somma di valuta a corso legale, potendo fare affidamento sull'immutabilità degli *smart contract* di riferimento. A

¹⁶ Nel contesto dell'accordo Tether oltre al versamento di una cifra pari a \$18,5 milioni si è anche impegnata per i prossimi due anni a rilasciare pubblicamente con cadenza quadrimestrale informazioni dettagliate sulle proprie riserve monetarie.

¹⁷ In gergo si definisce *minting* (dal verbo inglese *to mint*, coniare) l'attività consistente nella prima emissione di un nuovo token nel rispetto delle regole stabilite dallo *smart contract* di riferimento.

fronte di tali evidenti vantaggi, i possessori del token sono esposti inevitabilmente a un rischio di fluttuazione del valore delle cripto-attività impiegate come collaterale, il che impone la previsione di rapporti di collateralizzazione più conservativi per tutelare correttamente i *minter* e rendere possibile il processo inverso di concambio con le cripto-attività inizialmente depositate.

Il caso sicuramente più rilevante in questo senso è quello del protocollo di *decentralized finance* Maker DAO, che a partire dal 2017 permette il *minting* di DAI, token ancorati al valore del dollaro americano (DAI), a fronte dell'apertura di una *Collateralized Debt Position*, che prevede il deposito come collaterale di diverse cripto-attività, tra cui Ether (inizialmente l'unico collaterale accettato), Wrapped Bitcoin (WBTC)¹⁸ e Basic Attention Token (BAT).¹⁹

Per superare il problema del *trading off-peg*²⁰ che ha storicamente afflitto il token DAI, il team del protocollo Reserve²¹ ha sviluppato una *crypto-collateralized stablecoin* (RSV) ancorata al valore del dollaro americano che potremmo definire "di seconda generazione". Il funzionamento del protocollo Reserve prevede, come avviene per DAI, lo stanziamento in un paniere (o, in termini tecnici, di un "*vault*") di diverse cripto-attività con la funzione di collaterale, con l'obiettivo di mantenere il valore del *vault* sempre almeno pari al 100% del controvalore dei token RSV sul mercato. Rispetto a DAI, tuttavia, il protocollo Reserve prevede la possibilità, da un lato, di emettere RSV da vendere sul mercato quando il prezzo di questi supera \$1 o dall'altro, di utilizzare gli asset contenuti nel *vault* per riacquistare RSV sul mercato quando il prezzo di questi scende sotto \$1. Lo sbilanciamento nel cd. *vault ratio* (o rapporto di collateralizzazione) provocato dal ricorso a tali pratiche viene ricomposto grazie alla presenza nel protocollo di un'ulteriore tipologia di token (non ancorati ad alcuna moneta *fiat*), noti come Reserve Rights token (RSR), che, oltre

¹⁸ Wrapped Bitcoin è un token compatibile con la blockchain Ethereum, e quindi utilizzabile all'interno di *smart contract* sulla piattaforma, con valore ancorato a quello di Bitcoin. Wrapped Bitcoin viene emesso in modo simile a quello delle già citate *collateralized stablecoin*: alcune società specializzate, tra cui in particolare il pioniere BitGO, ricevono Bitcoin dagli utenti che richiedono questo servizio di conversione e, a fronte dell'impegno di custodirli, restituiscono a questi un pari importo di Wrapped Bitcoin, che possono essere in un momento successivo riconvertiti in Bitcoin.

¹⁹ Basic Attention Token (BAT) è un token compatibile con la blockchain Ethereum che ha la funzione di retribuire gli utilizzatori del *web browser* Brave per la loro "attenzione": il browser Brave punta infatti a rivoluzionare il paradigma pubblicitario tradizionale, grazie alla ridistribuzione in forma di BAT di una porzione significativa degli investimenti pubblicitari ricevuti agli utenti del browser, che a loro volta possono decidere di donare i premi ottenuti ai propri creatori di contenuti preferiti.

²⁰ Si utilizza l'espressione *trading off-peg* per descrivere la situazione in cui una *stablecoin* è scambiata sul mercato a un valore diverso da quello della valuta che è progettata per replicare.

²¹ Per maggiori informazioni, si rimanda al sito internet ufficiale <https://reserve.org/>

a fornire diritti di governance ai suoi detentori, vengono utilizzati alternativamente per riacquistare sul mercato, a seconda delle necessità, RSV o “*vault assets*”.²²

2.4 segue) le non-collateralized (o algorithmic) stablecoin

Una ulteriore soluzione che è stata proposta sul mercato è quella di mantenere il valore di una criptovaluta fisso impiegando un approccio algoritmico in grado di regolarne la quantità in circolazione, senza quindi prevedere lo stanziamento di alcun collaterale. Questa soluzione, che, in realtà, è quella che più da vicino ricalca il funzionamento delle politiche di signoraggio delle banche centrali (e che presenta anche il vantaggio di essere più trasparente perché basata su un algoritmo pubblico codificato all'interno di uno *smart contract*), presenta il rischio per i possessori del token di subire passivamente una variazione del numero di token presenti in un *wallet*, oltre a richiedere a questi ultimi la comprensione del (o quantomeno la fiducia nel) meccanismo che determina la domanda e l'offerta del token sul mercato. Oggi il token più diffuso sul mercato appartenente a questa categoria è senz'altro AMPL, la *stablecoin* del protocollo Ampleforth. Il prezzo di AMPL viene mantenuto pari a \$1 grazie ad aggiustamenti giornalieri definiti “*rebases*”, che provocano una modifica del saldo dei token nei *wallet* che li detengono.

Volendo elencare i rischi connessi a una soluzione di questo tipo, questi sarebbero legati al funzionamento dell'algoritmo, che genera nuovi token all'aumentare della domanda mentre provvede a “bruciarli” nel caso di riduzione di quest'ultima: appare evidente quindi la necessità di tutelare i possessori di questi token, che in caso di crollo della domanda non sarebbero in grado di convertirli in valuta *fiat* tradizionale e risulterebbero quindi esposti al rischio di ingenti perdite. Nonostante questa soluzione sia in assoluto quella più decentralizzata e trasparente tra le alternative proposte, sembra potersi ritenere a oggi quella intrinsecamente più rischiosa, poiché inevitabilmente dipendente per il suo successo da una continua crescita della domanda per i token emessi: un calo della domanda, in assenza della possibilità di utilizzare il collaterale raccolto per riacquistare token sul mercato, potrebbe infatti concettualmente comportare la completa eliminazione dal mercato di questi asset, a danno dei detentori che si troverebbero a essere proprietari di cripto-attività tutt'altro che stabili nel loro valore.²³

²² Con riferimento specifico al protocollo Reserve, sono definite nel loro insieme “*vault assets*” le cripto-attività bloccate all'interno della *smart contract* con la funzione di collaterale e strumento da utilizzare per riportare il valore del token RSV a quello di \$1 nel caso di oscillazioni di prezzo.

²³ Tali preoccupazioni hanno attratto a più riprese l'attenzione delle autorità regolamentari. Tra i casi più celebri merita di essere citato quello di Basis, che nel 2018, dopo avere raccolto circa \$133 milioni

2.5 (segue) *stablecoin* e sovranità monetaria

L'utilizzo di *stablecoin* ha vissuto negli ultimi anni una crescita esponenziale, passando da una capitalizzazione aggregata di ca. €5 miliardi a inizio 2020 a oltre €55 miliardi nell'aprile 2020 (per una crescita percentuale pari circa al 1.100% in appena quattro mesi).²⁴ Tale crescita è da attribuire a diversi fattori concomitanti, ma è principalmente da ricondurre alla volontà da parte di un crescente numero di soggetti di sfruttare le opportunità presentate da questo nascente mercato senza accollarsi il rischio di fluttuazione dei prezzi delle cripto-attività tradizionali come Bitcoin. Alcuni fattori esogeni hanno contribuito ad accelerare il processo di adozione di tali cripto-attività nei paesi in via di sviluppo, in cui la moneta locale è tipicamente poco affidabile ed esposta a rilevanti fenomeni inflattivi (si vedano i casi di Brasile²⁵ e Turchia²⁶) o in cui ancora la limitazione all'acquisto di cripto-attività tramite impiego di valuta *fiat* ha di fatto costretto gli individui a passare attraverso *stablecoin* per realizzare i propri scambi (Cina e India). Questa veloce diffusione ha comprensibilmente destato non poche preoccupazioni nei regolatori, che vi intravedono il rischio di perdere il controllo sulle proprie politiche monetarie.

Caso esemplare che merita senz'altro di essere citato in questo senso è quello di Facebook e del suo progetto di creare una sua *stablecoin*, Libra. Il progetto, annunciato per la prima volta nel giugno 2019, annoverava diversi partner industriali di primario *standing* e puntava alla realizzazione di una *stablecoin* con valore ancorato a un basket composito di valute a corso legale da utilizzare come mezzo di pagamento digitale. Tuttavia, a settembre 2019, il fondatore e amministratore delegato di Facebook, Mark Zuckerberg, ha chiarito che il progetto non sarebbe

tramite ICO, e nonostante il supporto di diversi partner di primario *standing* come Bain Capital Ventures e Pantera Capital, proprio per problemi regolatori ha deciso di restituire i fondi raccolti agli investitori e abbandonare il proprio progetto di creazione di una *stablecoin* (che avrebbe dovuto chiamarsi Basiscoin) a base algoritmica. In proposito si rimanda a quanto riportato direttamente sul sito web della società che ha sviluppato il progetto: <https://www.basis.io/>

²⁴ Il dato viene aggiornato in tempo reale dalla società specializzata in analisi di dati relativi al mercato delle cripto-attività Messari ed è disponibile su: <https://messari.io/chart/stablecoin-market-cap-47A96D06>

²⁵ Con riferimento alla situazione economica brasiliana e all'adozione di *stablecoin* con valore ancorato a quello del dollaro americano si rimanda a L. CUEN, 'Brazil's Ailing Economy Is Helping Dollar-Pegged Stablecoins Find Traction', *Coindesk.com*, 8 luglio 2020, disponibile su <https://www.coindesk.com/brazil-real-usd-stablecoin-growth-usdt-dai-busd>.

²⁶ Con riferimento invece all'iperinflazione turca si veda E. ERKOYUN, T. WILSON, 'Turkey's slumping lira adds fuels to crypto trading boom', *Zawya.com*, 31 marzo 2021, disponibile su https://www.zawya.com/mena/en/markets/story/Turkeys_slumping_lira_adds_fuels_to_crypto_trading_boom-TR20210331nL4N2LR2ZEX1/

potuto proseguire oltre senza l'approvazione da parte dei regolatori statunitensi. In assenza di tale approvazione, molti dei partner iniziali del progetto, tra cui ad esempio PayPal, eBay, Mastercard e Visa, hanno progressivamente abbandonato la Libra Association nei mesi successivi, facendo sì che il progetto, di fatto, venisse considerato a un punto morto. Fino alla pubblicazione di qualche articolo giornalistico a oltre un anno di distanza,²⁷ che riportava come il progetto, ampiamente ridimensionato rispetto agli obiettivi iniziali, avesse cambiato il suo nome in Diem e stesse sviluppando una *stablecoin* tradizionale ancorata esclusivamente al dollaro americano. Molti avevano addirittura ritenuto che l'ambizione di Facebook fosse stata definitivamente abbandonata a causa delle difficoltà regolamentari incontrate.

Merita in questa sede inoltre di essere evidenziato che le banche centrali di diversi paesi (tra cui in particolare quelle di Inghilterra, Russia e Cina) sono da tempo al lavoro per la creazione delle cosiddette Central Bank Digital Currencies (CBDCs), che permetterebbero loro di sostituirsi a pieno titolo ai soggetti che attualmente offrono sul mercato *stablecoin*, preservando la propria autorità monetaria e permettendo allo stesso tempo ai soggetti presenti sul mercato delle cripto-attività di continuare a operare senza il rischio delle oscillazioni di prezzo che è ancora oggi piuttosto rilevante per le cripto-attività tradizionali.

Si segnala, infine, che il fenomeno *stablecoin* non è limitato ai token con valore ancorato a valuta *fiat*: negli ultimi anni, infatti, hanno cominciato a diffondersi altre *stablecoin* con valore ancorato ad altre *asset class* del mondo reale, in modo da facilitarne la circolazione, anche con finalità di investimento. Tale categoria trova la sua rappresentazione più tipica in token come Digix Gold (DIXG): ogni DIXG rappresenta esattamente 1 grammo d'oro, che viene custodito in caveau collocati in Canada e a Singapore, accreditati dalla Bullion Association e completamente assicurati, e può essere convertito in oro fisico su richiesta del detentore. Tali token, al netto delle differenze tecniche relative alla loro circolazione in forma di cripto-attività tokenizzate, sembrerebbero equiparabili in tutto e per tutto agli ETF presenti sul mercato regolamentato, come il VanEck Merk Gold Trust (OUNZ), che permettono agli investitori anche di scambiare il prodotto finanziario per oro fisico. Non deve quindi stupire che Digix sia a tutti gli effetti un *dealer* registrato che opera nel rispetto del Precious Stones and Precious Metals (Prevention of Money Laundering and Terrorism Financing) Act 2019 e del Commodity Trading Act di Singapore.

²⁷ Si veda ad esempio quanto riportato da A. MORSE, 'Facebook's controversial cryptocurrency gets a new name: Diem', *Cnet.com*, 1 dicembre 2020, disponibile su <https://www.cnet.com/news/facebook-controversial-cryptocurrency-gets-a-new-name-diem/>

Le problematiche sopra evidenziate sono divenute, negli ultimi tempi, anche oggetto di analisi da parte delle autorità europee le quali, con la proposta di Regolamento europeo “MiCA” (di cui si parlerà più diffusamente oltre), stanno studiando la possibilità di regolare l'emissione di *stablecoin* allo scopo di preservare la stabilità finanziaria, la politica e la sovranità monetaria.²⁸

2.6 Gli *utility token*

Seguendo la classificazione tradizionale, rientrano nella categoria degli *utility token* le cripto-attività che attribuiscono al relativo possessore il diritto a ottenere una utilità concreta, riconducibile ad un interesse di “consumo”, nei confronti della società emittente. Il partecipante all'offerta al pubblico di cripto-attività che riceve un *utility token* può utilizzarlo per ottenere vari benefici come la proprietà di un *asset* virtuale o la possibilità di utilizzare un servizio offerto dall'emittente. In quest'ottica, il soggetto che, partecipando a una offerta al pubblico di cripto-attività, ottiene un *utility token* si dovrebbe qualificare all'interno di questa operazione economica come un semplice consumatore o, più in generale, come un cliente della società offerente. Ciò si spiega in relazione al fatto che l'intenzione di poter godere di quello specifico *asset* digitale o servizio dovrebbe essere la motivazione che muove la partecipazione a una offerta di cripto-attività avente ad oggetto *utility token*.

Le problematiche in merito alla qualificazione giuridica degli *utility token* sorgono a causa della circostanza secondo cui, così come ogni altra tipologia di cripto-attività, 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.²⁹

²⁸ Si rimanda, sul punto, alla relazione illustrativa della Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937.

²⁹ Mercato questo il cui sviluppo si deve al già descritto principio di *tokenizzazione*. Incorporare un diritto all'interno di un token rende quel diritto estremamente “liquido”, nell'accezione finanziaria del termine. Ciò significa che qualora un soggetto acquisti più *utility token* di quanti ne necessiti, questi non avrà alcun serio limite fisico a che possa scambiarli con un'altra cripto-attività o con moneta corrente. Possibilità questa che, come è chiaro, in termini astratti non dipende solamente dal numero di utilizzatori interessati all'acquisto di quel determinato bene, ma anche dalla facilità con cui lo stesso può essere trasferito da un utente a un altro. Mentre, infatti, il trasferimento di diritti di credito, anche se relativi a beni di consumo, richiede l'applicazione delle norme di cui agli artt. 1260 e ss. del codice civile, lo scambio di token richiede solamente una connessione a Internet. Ne consegue che il fiorire di mercati adatti alla negoziazione di *utility token* è dovuto essenzialmente alla loro intrinseca natura di beni digitali univoci, non duplicabili nonché scambiabili con estrema facilità.

La maggiore liquidità di questi sistemi, nonostante sia ri-collegata a beni di consumo (e non di investimento), ha fatto sorgere dubbi circa la necessità o meno di regolamentare anche l'emissione di questi strumenti. Ciò è, ad esempio, quanto è possibile intravedere dal documento di discussione della Consob del 2 gennaio 2020, il quale, affermando espressamente di non poter intervenire nella regolamentazione delle cripto-attività rientranti nella categoria degli strumenti finanziari, non lascia che presagire un futuro impegno proteso alla regolamentazione di questi strumenti³⁰.

Uno degli esempi più citati in letteratura per spiegare il funzionamento di un *utility token* è FileCoin (FIL), un token il cui possesso (e relativa spendita) permette “semplicemente” al detentore di poter usufruire di servizi di memorizzazione e archiviazione di file digitali in maniera decentralizzata.³¹ Ma negli ultimi tempi le strategie di business dietro le emissioni di *utility token* si sono molto evolute, tanto che questi strumenti sono sempre più utilizzati dagli *exchange* per lo sviluppo dei propri servizi. Fra i token di questo tipo oggi più utilizzati una rapida menzione meritano i *token* proprietari dell'*exchange* “centralizzato” Binance (BNB) e di quello “decentralizzato” PancakeSwap (CAKE).

Binance Coin è nato, inizialmente, con l'obiettivo di fornire vantaggi agli utilizzatori della piattaforma Binance. Questo può infatti essere utilizzato per ottenere degli sconti sulle commissioni di trading e, in aggiunta, la sua detenzione dà diritto a ottenere ulteriori vantaggi, sempre con riferimento ai *servizi* offerti dalla piattaforma, senza conferire mai, però, diritti con riferimento alla sua *governance*. Con il recente sviluppo della Binance Smart Chain (una DLT centralizzata, gestita essenzialmente dalla piattaforma Binance), i Binance Coin sono utilizzati per effettuare transazioni su questa rete.

Leggermente diverse, sono, invece, le *utilità* che è possibile ottenere dal token CAKE, emesso dall'*exchange* decentralizzato PancakeSwap.³² Premesso che i CAKE rappresentano la ricompensa per i soggetti che permettono il funzionamento

³⁰ Consob, Le offerte finali e lo scambio di cripto-attività. Rapporto finale, 2 gennaio 2020.

³¹ Nel rimandare al seguente link per ulteriori dettagli <https://filecoin.io/>, è interessante riportare come, nonostante le sue caratteristiche da *utility token* “puro”, il lancio del token FIL sul mercato sia stato preceduto da un accordo con la SEC che assicurasse il rispetto della normativa in materia di offerta al pubblico di strumenti finanziari. In breve, i promotori del progetto avrebbero utilizzato una esenzione dalla normativa applicabile, restringendo l'offerta ai soli investitori qualificati. Comportamento questo che deve essere letto alla luce sia della (a quel tempo recente) pronuncia della SEC in merito alla sospensione della ICO della società CIAO Group Inc (avente ad oggetto degli investment token), sia del fatto che il progetto non fosse ancora stato pienamente sviluppato (e quindi non disponibile ai consumatori) al momento in cui l'ICO è stata condotta.

³² PancakeSwap è un *exchange* decentralizzato che replica il funzionamento di UniSwap sulla Binance Smart Chain. Attualmente, è il primo *exchange* su questa rete per *total value locked* (TVL), avendo raggiunto la cifra non irrisoria di \$ 10.463.285.139 alla data del 3 maggio 2021.

dell'*exchange* grazie al deposito di proprie cripto-attività, la piattaforma PancakeSwap consente ai detentori di CAKE di impiegarli per l'acquisto di biglietti di una lotteria che si tiene settimanalmente su questa piattaforma, nonché per ottenere ulteriori cripto-attività in cambio del mero deposito di questi token in appositi *smart contract*.³³

2.7 Investment Token

Possono essere qualificati come *investment token* le cripto-attività che attribuiscono al possessore diritti patrimoniali e/o diritti amministrativi nei diretti confronti dell'impresa che li ha emessi.

Appartengono a questa categoria le cripto-attività che, per esempio, attribuiscono al detentore una percentuale dei futuri profitti dell'azienda oppure diritti di voto nella relativa assemblea. Ancora è possibile inserire in questa categoria cripto-attività che permettono al sottoscrittore di ricevere indietro una somma versata maggiorata di un determinato interesse. Gli esempi descritti assimilano in tutti gli aspetti le cripto-attività alla versione *tokenizzata* di titoli azionari o obbligazionari. Da qui l'individuazione di una serie di sub-categorie fra cui si possono enumerare: gli *equity token*, cripto-attività che garantiscono le prerogative ri-collegate al possesso azionario; o ancora, i *debt token*, *token* che rappresentano titoli obbligazionari; i *security token*, ovvero *investment token* offerti al pubblico dichiaratamente come strumenti finanziari, rispettando la relativa disciplina normativa.

Come è facile immaginare, gli *investment token* sono dunque la categoria di *token* che presenta maggiori somiglianze rispetto a quella dei prodotti e degli strumenti finanziari. Somiglianze che in certi casi portano il sovrapporsi di queste due categorie, rendendo allora l'offerta al pubblico di queste cripto-attività soggetta a regole e requisiti molto più severi di quelli applicabili all'offerta di altre cripto-attività. Salva l'applicazione di particolari esenzioni previste dalla normativa specialistica, fra gli obblighi più rilevanti (e parimenti onerosi) possono rientrare sicuramente quelli di redigere e pubblicare un prospetto informativo.

Se, allora, la categoria degli *utility token* è quella che presenta maggiori dubbi regolamentari, si può dire che quella degli *investment token* è la categoria che presenta maggiori "esigenze". Queste possono essere ri-collegate, ad esempio, alla necessità di adattare le norme vigenti alle "forme" tipiche della *tokenizzazione* nella rappresentazione di partecipazioni societarie oppure, ancora, nella necessità di regolare

³³ Questa attività è definita *farming* e della stessa si parla, in maniera più dettagliata, all'interno del paragrafo 3.2 cui si rimanda per maggiori dettagli.

tutti i soggetti che quotidianamente svolgono attività con questi asset.³⁴ Proprio allo scopo di superare i limiti legislativi all'emissione di azioni o obbligazioni nella forma di un *token*, il mercato sta dimostrando interesse per l'offerta al pubblico di "*stock token*", ovvero *token* rappresentativi di azioni già emesse e, solitamente, quotate in mercati regolamentati. In particolare, questi *token* vengono emessi da un soggetto che si impegna a mantenere in deposito un numero di azioni equivalente a quelle da *tokenizzare*. A differenza dei *security token*, gli *stock token* non rappresentano (o meglio, per maggior chiarezza, non sono) una partecipazione societaria, essendone solo un *surrogato* di egual valore, impiegabile esclusivamente per attività di trading. Ciò è dimostrato dal fatto che solitamente al detentore di uno *stock token* non sono conferiti i diritti economici e amministrativi ri-collegati alla detenzione di una partecipazione aziendale.³⁵

La categoria degli *investment token* rappresenta la categoria di cripto-attività in cui esiste maggiore certezza regolamentare. La somiglianza con le azioni o con le obbligazioni ha fatto sì che si siano già espresse sul punto la maggior parte delle autorità europee di regolamentazione dei mercati affermando che, rientrando queste cripto-attività nella definizione di strumento finanziario, si riterranno applicabili le relative norme, qualunque siano le caratteristiche tecnologiche degli strumenti offerti.

Questo principio sembrerebbe essere stato affermato per la prima volta dalla *Securities and Exchange Commission* (SEC), l'autorità di regolamentazione dei mercati americana, con la pubblicazione, nel luglio 2017, del *report* sull'ormai famoso caso "TheDAO",³⁶ dettando, per la prima volta, i principi sulla base dei quali l'offerta

³⁴ In merito alle difficoltà giuridiche di *tokenizzare* partecipazioni di società di capitali, si veda N. DE LUCA, 'Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza assente', in *Rivista di Diritto Civile*, 2020 e sia altresì permesso il rinvio a R. LENER, S. L. FURNARI, 'Company law during the blockchain revolution. The rise of "CorpTech"', in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2020, disponibile su <https://openreviewmbf.org/2020/11/09/company-law-during-the-blockchain-revolution-the-rise-of-corpotech/>.

³⁵ A certe condizioni, e dietro il pagamento di specifiche *fee*, gli emittenti di *stock token* permettono lo scambio con la partecipazione societaria di riferimento. Per conoscere gli ulteriori diritti conferiti, ad esempio, dalla piattaforma Binance ai detentori di *stock token* si rimanda al seguente link: <https://www.binance.com/en/stock-token>.

³⁶ La DAO (*decentralized autonomous organization*) è stata una organizzazione che si riprometteva di investire i fondi raccolti tramite ICO in una serie di progetti legati al mondo delle criptovalute. Si caratterizzava per essere priva di organizzazione sia fisica (esistendo solo sugli *smart contract* registrati nella *blockchain* Ethereum) che manageriale (promettendo di affidare poteri decisionali ai detentori dei *token* offerti a seguito della ICO) promettendo trasparenza su ogni operazione compiuta dall'organizzazione. Per maggiori informazioni si rimanda al Report SEC no. 81207 del 25 luglio 2017 'Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO' disponibile su <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-131>.

e lo scambio di un *token* può costituire offerta e scambio di strumenti finanziari alla luce della normativa statunitense. Nel *report*, l'Autorità, riepiloga anche il ragionamento giuridico che detta le condizioni affinché sia possibile considerare gli *investment token* come veri e propri titoli (letteralmente: *security*). In particolare, la normativa statunitense delinea il concetto di *security* tramite l'elencazione di una precisa serie di strumenti finanziari³⁷, non descrivendo, cioè, le caratteristiche che è necessario possedere affinché si rientri in quella specifica disciplina.

Questo diverso approccio regolamentare, che in apparenza potrebbe dare un senso di rigidità o chiusura al sistema, viene reso più aperto grazie all'utilizzo della definizione giurisprudenziale di uno degli strumenti presenti nell'elenco: l'*"investment contract"*. Questa risale al 1946, in occasione del caso *SEC contro Howey*, caso giurisprudenziale assunto a vero e proprio *test* per valutare se una cripto-attività rientri nella nozione di *security* utilizzata dall'ordinamento statunitense.

Secondo il c.d. "*Howey test*", un'offerta al pubblico ha per oggetto l'emissione di *investment contract* (e quindi strumenti finanziari) quando sussistano i seguenti elementi: (i) è previsto l'investimento di una somma di denaro o di un bene equivalente; (ii) l'investimento è effettuato in una impresa non individuale; (iii) l'investitore ha una ragionevole aspettativa di potervi trarre un profitto; e (iv) il profitto sarebbe il risultato dell'attività imprenditoriale condotta da altri.³⁸ Nonostante i dubbi sul fatto che l'emissione della cripto-attività DAO avesse soddisfatto tutti e quattro i requisiti dell'*Howey test*,³⁹ la pronuncia del caso *TheDAO* ha avuto una portata più grande e innovativa rispetto alla pronuncia sul caso specifico. Da quel momento

³⁷ In particolare, la norma afferma «[t]he term "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 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.» Security Act, Sec 2(a)

³⁸ *SEC contro W.J. Howey Co* (1946). Nel caso *TheDAO* la SEC ha considerato soddisfatte le condizioni dell'*Howey test* anche nel caso di investimento in Bitcoin, equiparandoli a forme equivalenti di denaro. Tale equiparazione era già avvenuta ad opera di altre decisioni giurisprudenziali fra le quali si richiamano le seguenti: *United States contro Faiella* (2014) e *SEC contro Shavers* (2013).

³⁹ Questo anche alla luce dell'osservazione secondo cui il caso *TheDAO* era promosso da una *decentralized autonomous organization*.

in poi è infatti stato chiarito che l'emittente di *investment token* che superi il c.d. *Howey test* è obbligato alla pubblicazione di un prospetto informativo.⁴⁰

I principi enucleati dall'autorità americana, sebbene con alcuni anni di distanza, sono stati poi seguiti anche dalle autorità di vigilanza europee, le quali hanno avuto modo di sancire il principio generale secondo cui le cripto-attività che soddisfano la definizione europea di strumento finanziario sono soggette alla disciplina ivi prevista.⁴¹ Non vi sono quindi dubbi che le cripto-attività riconducibili all'alveo degli *investment token* siano qualificabili come strumenti finanziari. Questo in quanto una cripto-attività che conferisce diritti economici o amministrativi direttamente nei confronti dell'impresa emittente potrà rientrare all'interno della definizione di "valore mobiliare"⁴² (se non anche in quella di "quota di fondo comune di investimento") e, di conseguenza, a propria volta, all'interno della definizione di "strumento finanziario" contenuto all'art. 4, comma 1, n. 15 della Direttiva MiFID II. All'emissione di *investment token* sarà quindi pacificamente applicabile, *inter alia*, la disciplina prevista dal Regolamento Prospetto.⁴³

Con riferimento alle questioni in merito alla regolamentazione degli *investment token*, merita senz'altro di essere segnalata la recente vicenda che ha visto la SEC intentare un'azione contro la società californiana Ripple Labs e alcuni fra i suoi dirigenti apicali,⁴⁴ con l'accusa di avere raccolto capitali per \$1,3 miliardi per finanziare l'attività della società attraverso l'offerta di strumenti finanziari non autorizzata ai sensi della relativa disciplina.

⁴⁰ P. HACKER, C. THOMALE, *op. cit.*, p. 18.

⁴¹ Per tutte, si veda ESMA, *Advice on Initial Coin Offerings*, *op cit.*, p. 12.

⁴² La MiFID II descrive il valore mobiliare come una "classe" di titoli, negoziabili sui mercati di capitali, diversi dagli strumenti di pagamento e riconducibile ad alcuni titoli "tipo" quali: azioni di società e titoli equivalenti; obbligazioni e titoli equivalenti; qualsiasi altro titolo che permetta di acquisire o vendere titoli o che ne comporti un loro regolamento a pronti sulla base di determinati riferimenti. È quindi possibile affermare che una cripto-attività per poter rientrare nella nozione di valore mobiliare dovrà necessariamente essere standardizzata, in quanto appartenente ad una categoria di titoli, negoziabile in un mercato di capitali, dunque liberamente trasferibile, nonché essere equiparabile a una delle tipologie di titoli elencate nella definizione. Il possesso di queste caratteristiche da parte degli *investment token*, così come sopra definiti, rendono queste cripto-attività assimilabili alla stregua di una "valore mobiliare" e, dunque, di uno strumento finanziario. Sul punto, si rimanda all'efficace analisi effettuata in P. HACKER, C. THOMALE, *op. cit.*

⁴³ In particolare, Regolamento Prospetto si applica quando l'oggetto dell'offerta al pubblico è costituito da "titoli". Nonostante il Regolamento non fornisca una definizione esauriente di "titoli", l'art. 2, comma 1, lett. a), che ne contiene la definizione, afferma che per titoli si intendono proprio i valori mobiliari definiti dalla MiFID al menzionato art. 4, comma 1, n. 44), con esclusione degli strumenti del mercato monetario.

⁴⁴ Il comunicato stampa ufficiale è del 22 dicembre 2020, disponibile su <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-338>.

In particolare, la SEC ha accusato Ripple Labs di avere raccolto fondi, già a partire dal 2013, attraverso la distribuzione al pubblico dei token XRP e di avere inoltre distribuito miliardi di XRP a fronte di prestazioni lavorative e altri servizi. Secondo la SEC, oltre a strutturare e promuovere le vendite di token XRP utilizzate per finanziare l'attività della società, alcuni dirigenti apicali avrebbero anche effettuato vendite personali non registrate di XRP per un totale di circa \$600 milioni, in violazione delle disposizioni delle leggi federali in materia di offerta al pubblico di strumenti finanziari.

La prima conseguenza del comunicato stampa ufficiale da parte della SEC è stata il blocco delle negoziazioni degli XRP presso i maggiori *exchange* centralizzati di cripto-attività (tra cui Coinbase, Bitstamp e OKCoin) che, stante la normativa vigente, non sono considerati intermediari finanziari, registrati ai sensi del Securities Act, e rischierebbero quindi pesanti sanzioni nel caso in cui si accertasse che gli XRP debbano essere considerati strumenti finanziari e, quindi, *investment token*.

L'intero impianto concettuale delle accuse mosse dalla SEC sembra poggiare sul già citato *Howey Test*, che a giudizio dell'autorità americana sancirebbe in modo inequivoco la natura di *investment token* di XRP. Ed in effetti, le caratteristiche del token XRP possono far sorgere qualche dubbio da questo punto di vista. Non risulta, infatti, che lo stesso abbia un chiaro interesse di consumo correlato al suo funzionamento.⁴⁵ Ciò che oggi è possibile affermare con sicurezza è che, pur non potendo prevedere come si concluderà il procedimento che vede coinvolta Ripple e i suoi massimi dirigenti, è indubbio che questa vicenda potrebbe portare con sé effetti di lungo termine sull'intero ecosistema delle cripto-attività imponendo a

⁴⁵ La necessità di chiarezza normativa per gli attori dell'ecosistema delle cripto-attività evidenziata tra l'altro in modo significativo dalla vicenda Ripple – SEC ha portato, in attesa di una risposta strutturata da parte delle autorità regolatrici statunitensi sul tema, alla nascita del Crypto Rating Council (CRC), un'organizzazione a cui partecipano su base volontaria alcuni tra le maggiori aziende operanti nel settore delle cripto-attività nel mercato U.S.A., tra cui Coinbase, Kraken, eToro, Anchorage e Grayscale. L'obiettivo che il Crypto Rating Council si è prefissato è proprio quello di sviluppare, a partire dal noto *Howey Test*, un framework in grado di permettere di valutare in modo oggettivo se e in che misura una determinata cripto-attività presenti le caratteristiche di un *investment token* e, quindi, possa rischiare di essere coinvolta in qualche procedimento legale da parte della SEC. L'applicazione dell'attuale framework porta all'assegnazione alla singola cripto-attività di un punteggio che va da 1 a 5: un valore di 1 rappresenta un asset che non presenta alcuna delle caratteristiche tipiche di uno strumento finanziario (come Bitcoin), mentre un valore di 5 rappresenta cripto-attività che, a giudizio del CRC, sono da considerarsi a tutti gli effetti *investment token*. Le valutazioni sono liberamente consultabili presso il sito web del CRC (<https://www.cryptoratingcouncil.com/asset-ratings>), ma i punteggi superiori a 4 non sono resi pubblici. In questo senso risulta interessante notare come, di tutti le cripto-attività che a oggi sono state oggetto di valutazione da parte del CRC, quella che ha ottenuto il punteggio maggiore (4.00) sia proprio XRP.

livello statunitense (se non addirittura a livello globale), una svolta decisiva in tema di regolamentazione delle cripto-attività e, in particolare, degli investment token.

2.8 Token ibridi

Così come i *software* sono considerati dal nostro ordinamento come il mero frutto della creatività dell'autore al pari di un libro o di uno spartito musicale, anche i *token* e gli *smart contract*, in quanto *software*, non sono che il risultato di un processo “quasi creativo” che utilizza linguaggi propri. In questo caso, di contro, la creatività, invece di essere artistica, è servente alle esigenze imprenditoriali della società che li emette. Ciò fa sì che sia molto comune che la maggior parte dei *token* considerati possieda caratteristiche riconducibili a più categorie.⁴⁶

È quindi possibile considerare nella categoria dei *token* ibridi le cripto-attività che hanno caratteristiche tali da poter essere assimilati contemporaneamente in due o più categorie diverse fra le tre sopra elencate. La problematica maggiore che pongono le categorie ibride è quella della disciplina loro applicabile.

Ci si chiede, in particolare, quale delle plurime discipline, quando individuate, debba prevalere sulle altre, anche al fine di evitare eccessivi appesantimenti regolamentari. Proprio in questi casi, in assenza di una normativa specifica sull'argomento, individuare con precisione le regole che una determinata offerta al pubblico di *token* dovrebbe rispettare diviene ancora più complesso.⁴⁷ Dubbi questi a cui, in verità, è possibile porre dei limiti. Sembra, infatti, difficile immaginare che una cripto-attività, qualificabile allo stesso tempo come *investment token* e come cripto-valuta, possa essere assoggettata altrettanto contemporaneamente tanto alla disciplina prevista, per esempio, per gli strumenti finanziari che per quella degli strumenti di pagamento e ciò avendo in considerazione la differenza concettuale fra questi due tipi di strumenti. Diverso è, invece, il caso in cui una cripto-attività conferisca

⁴⁶ Un esempio di cripto-attività appartenente a questa categoria può essere individuato in Ethereum, il cui token è funzionale al lancio di *smart contract* nella relativa DLT ma è sovente utilizzato come mezzo di scambio al pari di Bitcoin. Da questo punto di vista anche Ethereum si caratterizza come *utility token*, nonostante da molti possa essere accettato come criptovaluta alla stregua dei Bitcoin. Come accennato, chi vuole lanciare *smart contract* sulla Ethereum Virtual Machine, il computer “condiviso” offerto dalla blockchain Ethereum, ha infatti bisogno di possedere Ethereum affinché sia possibile pagare per ogni comando che la rete Ethereum svolge di un determinato *smart contract* caricato.

⁴⁷ Sul punto si è pronunciata in maniera lapidaria la FINMA, la quale, dopo aver riconosciuto l'esistenza di token ibridi, ha affermato la possibilità di cumulare diverse qualificazioni giuridiche. L'Autorità ha affermato, in particolare, che “*Asset and utility tokens can also be classified as payment tokens (referred to as hybrid tokens). In these cases, the requirements are cumulative; in other words, the tokens are deemed to be both securities and means of payment*”. FINMA, *op. cit.*, p. 3.

al suo detentore sia utilità di consumo che diritti amministrativi nei confronti della società emittente. In questo caso, sarebbe astrattamente possibile applicare a favore del detentore, sia le tutele tipiche previste dalla disciplina dell'offerta di servizi di investimento (trattandolo da investitore), che quella del codice del consumo, considerandolo alla stregua di un consumatore, in base al rapporto giuridico che verrà in considerazione fra i due diversi instaurati.

2.9 (segue) il problema dei Non-Fungible Token

Sembra corretto citare all'interno della categoria dei token ibridi anche i cd. Non-Fungible Token (NFT), *token* univoci il cui impiego passa dal semplice collezionismo, ai videogiochi funzionanti su una rete DLT, fino alla cd. cripto-arte.⁴⁸

L'incertezza classificatoria è dovuta all'impossibilità di considerarli pienamente come veri e propri asset digitali registrati su di una rete DLT. Se, infatti, è vero che la maggior parte degli NFT in circolazione prevedono la registrazione dell'asset digitale che essi rappresentano all'interno della medesima rete DLT che contiene la registrazione del token⁴⁹, in alcuni casi, invece, il token contiene semplicemente un *link* a un server esterno che conserva l'asset digitale di riferimento.⁵⁰

Se quindi, per certi versi gli NFT potrebbero essere considerati come qualcosa "di meno" di un *utility token* (questo in quanto il loro possesso dovrebbe legittimare il detentore quale mero proprietario del *token* stesso), per altri, in alcuni casi, il diritto che gli stessi conferiscono potrebbe assottigliarsi fino al punto di non conferire alcun "diritto" effettivo nei confronti dell'asset digitale cui essi si riferiscono (questo soprattutto nei casi in cui non si instauri nessun rapporto giuridico tra il detentore dell'NFT e il gestore del server in cui l'asset digitale è conservato).⁵¹

⁴⁸ Per una riflessione sull'impiego degli NTF nel settore dell'arte, si rimanda a S. SEGNALE, 'Gli NFT sono i nuovi tulipani?', *FCHub.it*, 2021.

⁴⁹ Questo è il caso, ad esempio, di alcuni fra gli NFT più famosi in circolazione, ovvero i CryptoKitties. Per questa categoria di cripto-attività la rete DLT che ospita il file digitale è la medesima che ospita l'NFT che rappresenta il file stesso.

⁵⁰ La ragione dello *sdoppiamento* fra la rete che detiene l'NFT e quella che conserva l'asset digitale di riferimento è dovuta al costo che avrebbe conservare un asset digitale complesso (es. un video) su una rete DLT rispetto alla conservazione di un suo link che "punta" a un server esterno.

⁵¹ Ciò è sicuramente vero a livello definitorio. Da un punto di vista pratico, in verità, lo stesso protocollo informatico utilizzato dagli NFT viene utilizzato insieme agli *utility token* per ricevere benefici da una determinata piattaforma. Il caso più classico sono i biglietti della lotteria gestita da PancakeSwap, acquistabili trasformando un token CAKE in un token univoco contenente i numeri che danno diritto al vincitore di ottenere il premio messo in palio.

3. Le modalità di offerta di cripto-attività al pubblico. Dalle ICO al *farming*

La natura giuridica di una cripto-attività è funzione non solo delle sue caratteristiche intrinseche (i.e. dei diritti che la cripto-attività in discorso offre) ma anche delle sue caratteristiche estrinseche e, in particolare, delle modalità con le quali questa viene offerta al pubblico.

La forma più tradizionale di distribuzione nei confronti del pubblico di cripto-attività avviene attraverso una procedura nota comunemente con il termine Initial Coin Offering (ICO).

3.1 Le modalità di offerta di cripto-attività al pubblico. Dalle ICO al *farming*

Le ICO sono uno strumento di finanziamento innovativo di cui oggi le imprese possono avvalersi grazie ai recenti sviluppi della tecnologia blockchain. Cercando di semplificare il più possibile, una ICO potrebbe essere descritta come una tipologia di *crowdfunding* tecnologicamente più avanzata e che (solitamente) consente di effettuare una raccolta di capitali senza neanche l'intermediazione di una piattaforma online.

Il suo funzionamento, quanto meno in linea teorica, è alquanto semplice. I promotori del progetto si rivolgono, tramite Internet, a un pubblico indefinito di potenziali "investitori" invitandoli a contribuire alla realizzazione del progetto da finanziare. Questo, insieme alle caratteristiche dell'offerta, viene descritto all'interno di un c.d. *white paper*, un documento che svolge le medesime funzioni di un prospetto informativo ma che, non seguendo alcuna regolamentazione, non ha un contenuto predefinito. In cambio del proprio contributo (che può essere monetario o, più di sovente, in altra cripto-attività), ogni partecipante alla raccolta fondi riceve un certo numero di cripto-attività.⁵²

Altro tratto caratteristico delle offerte al pubblico di cripto-attività sono i c.d. *airdrop*. Con questo termine si intende la distribuzione, anche gratuita, dei token emessi in un periodo che precede il lancio dell'offerta ufficiale. Questa modalità

⁵² Fra le più utilizzate e richieste spiccano sicuramente le criptovalute come Bitcoin o Ethereum, anche se la richiesta varia molto anche in base alla blockchain in cui viene effettuata l'ICO. Si pensi all'impiego dei BNB per le ICO condotte sulla Binance Smart Chain. Questa scelta operativa trova il suo fondamento nella possibilità di automatizzare la raccolta, mantenendola interamente sulla rete DLT nel quale è avvenuto il lancio della campagna, permettendo così al partecipante all'offerta di interagire direttamente con gli *smart contract* che si occupano di gestirla. In questo modo, ad esempio, è possibile impostare meccanismi automatici e indipendenti dall'emittente tramite i quali le somme vengono raccolte o sono restituite ai partecipanti se non si raggiunge una determinata soglia.

particolare di offerta di token tende a incrementarne la diffusione sfruttando il cd. “effetto di rete”, ovvero il principio per cui l'utilizzo di un servizio (e il suo valore) incrementa in modo esponenziale tanto più sono gli utenti che usano quel servizio. L'airdrop rappresenta comunque un'attività rischiosa in quanto, tendenzialmente, capace di produrre un effetto inflazionistico sul valore delle cripto-attività offerte. È quindi un aspetto che merita, sicuramente, una particolare attenzione regolamentare.⁵³

All'interno di questa “categoria generale”, nel tempo si è assistito allo sviluppo di diverse tipologie di ICO a seconda di come alcune delle descritte caratteristiche vengono declinate nel caso concreto. Fra tutte, sembra utile menzionare: le Initial Exchange Offering (IEO), ovvero ICO che vengono condotte direttamente all'interno di un *exchange* di cripto-attività⁵⁴, nonché le Security Token Offering (STO), una particolare forma di ICO in cui oggetto di offerta al pubblico sono la sottocategoria di investment token nota con il nome di security token.⁵⁵

3.2 I recenti sviluppi nell'ambito della finanza decentralizzata: il cd. *farming*

All'interno del termine ICO è possibile racchiudere tutte le modalità di offerta al pubblico di cripto-attività. Con la nascita della finanza decentralizzata (cd. DeFi) si sono sviluppati nuovi metodi per offrire al pubblico cripto-attività. I protocolli tecnologici di finanza decentralizzata nascono con lo scopo di permettere l'incontro di domanda e offerta di cripto-attività, così da favorire operazioni più *complesse* come il prestito o lo scambio di cripto-attività. Grazie a questi protocolli è oggi possibile mettere in contatto i diversi attori di questo ecosistema senza che sia necessaria la

⁵³ Non si può escludere nemmeno che gli airdrop non siano attività aventi natura finanziaria. Questo soprattutto nel caso in cui venga richiesto di acquisire un certo quantitativo minimo di una specifica cripto-attività per essere considerati fra gli aventi diritto alla ricezione del nuovo *token*.

⁵⁴ Per ulteriori approfondimenti sull'argomento, si veda S. L. FURNARI S.L., ‘Through Equity Crowdfunding evolution and involution: Initial Coin Offering and Initial Exchange Offering’, in *Lex Russica*, 74, N. 1 (170), 2021.

⁵⁵ Obiettivo di una STO è, quindi, quello di collocare al pubblico veri e propri strumenti finanziari in versione “crittografata”.

Ma fra le ulteriori tipologie riconosciute di ICO vi sono anche le DAICO. L'acronimo sta per Decentralized Autonomous Initial Coin Offering e sembrerebbe essere stato teorizzato per la prima volta nel 2018 da Vitalik Buterin, fondatore di Ethereum. L'intenzione del suo teorizzatore è stata quella di fondere le caratteristiche di una Decentralized Autonomous Organization (DAO), con quelle di una ICO. Questo al preciso scopo di minimizzare i rischi sottesi a entrambi gli strumenti. Per maggiori informazioni si rimanda a V. BUTERIK, ‘Explanation of DAICOs’, *EthResearch*, 2018, disponibile su: <https://ethresear.ch/t/explanation-of-daicos/465>.

presenza di un intermediario. Diventa, così, possibile *depositare* o *fornire* cripto-attività all'interno degli smart contract su cui si basa la piattaforma.⁵⁶

Perché un soggetto scelga spontaneamente di fornire parte delle proprie cripto-attività al protocollo, è necessario che esistano appositi meccanismi incentivanti: tipicamente questi incentivi assumono la forma di una sorta di rendita passiva, che può essere corrisposta al fornitore di liquidità attribuendo cripto-attività della medesima o di diversa specie rispetto a quelle depositate. L'attività consistente nell'ottenimento di questa rendita passiva prende generalmente il nome di *yield farming*, proprio perché consente al fornitore di liquidità di "raccolgere" periodicamente (quasi come fosse un contadino, da qui il termine "*farming*") un certo quantitativo di cripto-attività in aggiunta a quelle inizialmente fornite, ottenendo così un rendimento positivo (o *yield*) sui capitali investiti.

La nascita del concetto di *yield farming* (o quantomeno la sua diffusione su larga scala) si può associare al lancio del protocollo Compound sulla blockchain Ethereum avvenuto nel 2019.⁵⁷ Compound è un protocollo decentralizzato che permette di prendere a prestito cripto-attività senza la necessità di un intermediario, a fronte del deposito di un collaterale ritenuto congruo dagli algoritmi che regolano il sistema (tipicamente Ether). I soggetti (cd. *liquidity provider*) che forniscono cripto-attività al protocollo, rendendo possibile l'erogazione di prestiti, vengono remunerati con un certo tasso di interesse. Il protocollo Compound ha sin dalle fasi del suo primo sviluppo attratto l'interesse di diversi investitori istituzionali,⁵⁸ ma la sua diffusione ha subito una significativa accelerazione solo nel 16 giugno 2020, quando è stato stabilito che sia i prestatori che i prenditori di prestiti denominati in cripto-attività su Compound sarebbero stati ulteriormente remunerati tramite l'emissione di un nuovo token (COMP), che avrebbe portato con sé diritti di governance sul protocollo, al fine di permetterne la completa decentralizzazione e autoregolamentazione.

⁵⁶ In questo senso non deve stupire che i protocolli DeFi vengano valutati sulla base del "total value locked" (o TVL), ovvero il controvalore della liquidità totale "bloccata" al loro interno.

⁵⁷ Per la precisione, il primo esempio in assoluto di remunerazione per la partecipazione a un protocollo di finanza decentralizzata si deve fare risalire a IDEX, pioniere degli *exchange* decentralizzati di criptovaluta (comunemente noti con l'acronimo DEX), che nell'ottobre del 2017 ha lanciato una campagna di assegnazione degli omonimi token IDEX a coloro che effettivamente avessero utilizzato il protocollo per scambiare cripto-attività. Si veda in proposito il comunicato del 19 ottobre 2017 della società responsabile dello sviluppo di IDEX, disponibile su <https://medium.com/idx/idx-aurora-decentralized-exchange-rewards-4e092c77affc>.

⁵⁸ Fra questi si può menzionare Andreessen Horowitz, che nel 2019 ha investito \$25 milioni nella start-up incaricata di sviluppare il protocollo.

L'attività di distribuzione di *governance token*⁵⁹ come incentivo ulteriore all'utilizzo di un determinato protocollo di finanza decentralizzata (attività definita *liquidity mining*) ha paradossalmente permesso per un certo periodo anche ai prestatori di prestiti in cripto-attività tramite Compound di ottenere un guadagno, poiché il valore dei token COMP ricevuti era in quel momento superiore al costo dei prestiti presi.

Proprio l'esempio del protocollo Compound e della distribuzione del suo *governance token* COMP ha dato l'avvio a quella che è passata alla storia con il suggestivo nome di "DeFi summer", in cui vari progetti all'interno dell'ecosistema della finanza decentralizzata hanno vissuto un periodo di diffusione travolgente, trainata, da un lato, dalla forte incentivazione economica riservata ai primi utilizzatori e, dall'altro, dalla speculazione legata alla possibilità per i detentori di tali nuovi token di catturare per sé una certa quota dei profitti generati dai protocolli grazie a un controllo sulla loro governance.

Il caso più significativo di successo di un programma di *liquidity mining* (o in alternativa, più comunemente, *farming*) è, probabilmente, quello realizzato nel 2020 da Uniswap, il primo *exchange* decentralizzato di cripto-attività basato su un meccanismo cd. di *Automated Market Making*. In questo nuovo tipo di DEX, infatti, gli scambi sono effettuati informaticamente da appositi *smart contract* sfruttando la liquidità depositata all'interno del contratto da altri utenti, senza la necessità di un intermediario centrale né di un *book* di ordini che permetta la determinazione del prezzo come risultato di un'interazione tra venditori e compratori. Proprio da questo funzionamento decentralizzato che non richiede la presenza di un soggetto nel tradizionale ruolo di *market maker* a fornire la liquidità necessaria alla realizzazione degli scambi deriva il nome di "Automated Market Maker". Nel dettaglio, ogni utente può depositare delle "coppie" di cripto-attività di eguale valore monetario. L'*exchange* decentralizzato utilizzerà quindi queste coppie come fonte di liquidità per permettere gli scambi, riconoscendo ai *liquidity provider* una percentuale fissa su ogni transazione effettuata grazie alla liquidità che hanno conferito. Come è facilmente intuibile, questa percentuale fissa, nel caso in cui i volumi di scambio non siano elevati, solitamente non costituisce una remunerazione sufficientemente attraente per i *liquidity provider*, soprattutto considerando l'inevitabile rischio di im-

⁵⁹ In gergo si definiscono "governance token" i token che forniscono ai propri detentori il potere di influenzare l'evoluzione del protocollo cui appartengono, grazie alla possibilità di effettuare proposte di modifiche al suo funzionamento e di votare in favore o contro le proposte avanzate dagli altri detentori dei medesimi token.

*permanent loss*⁶⁰ a cui questi sono esposti nel caso di fluttuazioni nel prezzo relativo delle cripto-attività depositate.

Allo scopo di convincere gli utenti a divenire *liquidity provider*, Uniswap ha quindi optato per il riconoscimento di un certo quantitativo di token con poteri di governance sul protocollo (UNI), secondo criteri di distribuzione specifici basati sull'analisi di alcune variabili, fra cui in particolare la strategicità per il protocollo della tipologia di cripto-attività depositate, il valore e il tempo di deposito.⁶¹

L'introduzione e la successiva forte diffusione del *liquidity mining* hanno reso le strategie di *yield farming* decisamente più attraenti in termini di ritorni potenziali, portando alla nascita di *business model* diversi, finalizzati a offrire servizi accessori alle operazioni appena descritte. Ad esempio, alcune piattaforme⁶² si offrono di intermediare le operazioni di *farming*, procedendo a rendere automatica l'attività di reinvestimento dei frutti di tali strategie, in questo mondo offrendo, almeno sulla carta, rendimenti più alti. Altre piattaforme,⁶³ invece, sono nate con l'obiettivo di facilitare il processo di selezione delle diverse opportunità di *yield farming* per gli utenti al fine di massimizzare i rendimenti ottenibili (cd. *yield farming aggregators*).

Nonostante la polivocità dei business model e delle diverse sfumature che questi possono avere, ciò che accomuna queste piattaforme è la menzionata promessa di rendimento (pagata in cripto-attività) per il solo fatto di depositare, all'interno di uno *smart contract*, le cripto-attività detenute dall'utente.

⁶⁰ Con il termine "*impermanent loss*" ci si riferisce alla perdita a cui sono esposti i *liquidity providers* nel caso in cui il rapporto tra i prezzi delle cripto-attività depositate all'interno di un pool in un *exchange* decentralizzato (del tipo di quelli sopra descritti) cambi rispetto a quello della data del versamento iniziale. Nel momento del versamento, infatti, i *liquidity provider* sono chiamati a contribuire una coppia di cripto-attività in quantità tali da rispettare un rapporto paritetico tra il valore della liquidità fornita dell'uno e dell'altro asset. Considerato che il prezzo relativo all'interno di un *pool* è in ogni momento determinato come rapporto tra i valori delle due categorie di liquidità depositate, una variazione del prezzo relativo all'interno di una coppia richiede una proporzionale variazione del rapporto tra i valori delle liquidità depositate nel pool: questo aggiustamento comporta una perdita temporanea per i *liquidity provider*, che diventa definitiva nel caso questi decidano di ritirare la propria liquidità senza che si sia ristabilito il rapporto tra i prezzi iniziale. Per un approfondimento tecnico sul tema corredato di riferimenti numerici si rimanda al seguente link: <https://pintail.medium.com/uniswap-a-good-deal-for-liquidity-providers-104c0b6816f2>

⁶¹ È necessario segnalare che, al fine di fornire un riferimento della profittabilità dell'attività di deposito di coppie di liquidità, all'atto del deposito su Uniswap (così come avviene oggi per la massima parte dei protocolli che ne hanno seguito l'esempio), l'utente riceveva una dichiarazione del rendimento istantaneo ottenibile calcolato sulla base del valore che le cripto-attività depositate avevano in quel momento.

⁶² Fra queste è possibile segnalare le piattaforme Beefy (<https://beefy.finance/>) e Pancake Bunny (<https://pancakebunny.finance/>) operanti, principalmente, sulla rete Binance Smart Chain e le piattaforme Yield Yak (<https://yieldyak.com/farms>) e Snowball (<https://snowball.network/>) operanti sulla rete Avalanche C-Chain.

⁶³ Tra queste merita senz'altro menzione la piattaforma Yearn Finance (<https://yearn.finance/>)

Le recentissime evoluzioni nelle metodologie di offerta al pubblico di cripto-attività pongono, quindi, nuovi quesiti. Se comunque nessun dubbio di qualificazione giuridica si pone (ormai da qualche anno) per l'offerta al pubblico di *investment token* (cui si applicheranno, con certezza, le norme in materia di offerta al pubblico di strumenti finanziari) o di criptovalute (cui, tendenzialmente, oggi non si applica alcuna disciplina specifica),⁶⁴ quando oggetto dell'offerta di queste operazioni di *farming* sono *utility token* è necessario effettuare qualche riflessione aggiuntiva. Se infatti una classica "vendita" al pubblico di *utility token* potrebbe con molta facilità non essere qualificata come una offerta al pubblico di strumenti o prodotti finanziari, la medesima conclusione potrebbe non essere raggiunta per l'offerta di *utility token* tramite *farming*.

4. Le novità della Proposta di Regolamento MICA sugli *utility token*

Oggi non esiste ancora una regolamentazione completa avente per oggetto le cripto-attività. Un primo tentativo a livello europeo può, però, rinvenirsi nella proposta pubblicata lo scorso 24 settembre 2020 avente per oggetto l'emanazione di un Regolamento Europeo sui Mercati di Cripto-attività ("*Regulation on Markets in Crypto-assets*" o anche Regolamento MiCA). La Proposta mira a disciplinare vari aspetti di questo settore: dalla disciplina dei prestatori di servizi in cripto-attività, alla prevenzione di azioni di manipolazione del mercato, sino alla disciplina dei poteri e dei rapporti fra le autorità competenti.

Ma il cuore della Proposta deve essere individuato nel tentativo di regolare le offerte di cripto-attività aventi ad oggetto tre specifiche categorie di token, la cui distinzione acquisisce rilevanza in merito alle condizioni (soprattutto autorizzative) cui sono soggetti i relativi emittenti. Le categorie di cripto-attività disciplinate sono: (i) gli asset-referenced token (ART),⁶⁵ cui è dedicato l'intero Titolo III; (ii) gli e-money token (EMT),⁶⁶ cui è dedicato l'intero Titolo IV; nonché una categoria re-

⁶⁴ Solo a certe condizioni, si potranno considerare applicabili alle cripto-attività le norme in materia di servizi di pagamento. Sull'argomento, si rimanda a EBA, *Report with advice*, op. cit., p. 12

⁶⁵ Gli ART vengono definiti come cripto-attività che mantengono stabile il proprio valore grazie al collegamento con il valore di valute aventi corso legale, panieri di beni, altre cripto-attività o da una combinazione di questi.

⁶⁶ Gli EMT vengono definiti come cripto-attività il cui scopo principale è quello di essere utilizzate per lo scambio di beni e servizi e che mirano comunque a mantenere fisso il proprio valore tramite un collegamento esclusivo con monete aventi corso legale.

siduale, disciplinata al Titolo II, in cui la Proposta fa confluire le (iii) cripto-attività diverse da ART o EMT e, quindi, sostanzialmente, *utility token*.

Infatti, tenendo a mente la classificazione tradizionale sopra proposta, si può osservare come nonostante la Proposta non lo dica espressamente, quella degli *utility token* è, nella sostanza, l'unica categoria disciplinabile dal Titolo II della Proposta. Questo in quanto: da una parte si deve ritenere che fra le cripto-attività che non possono essere offerte con le modalità "semplificate", previste da questa disciplina vi siano, oltre agli ART e agli EMT, i c.d. *investment token*, categoria questa volutamente dimenticata dalla proposta regolamentare; dall'altro, gli ART e gli EMT non sono che cripto-attività classificabili come criptovalute e, in particolare, *stablecoin*.⁶⁷

Emerge, quindi, (almeno) l'intenzione di prevedere una disciplina *ad hoc* per gli *utility token*. Al riguardo è possibile far notare come, sebbene, le norme previste tendono a imitare da lontano la disciplina prevista per l'offerta al pubblico di prodotti e strumenti finanziari, a questa non è effettuato nessun rimando né il legislatore mira a duplicarla. Nel complesso, infatti, i requisiti che deve soddisfare l'emittente per offrire al pubblico cripto-attività classificabili come *utility token* possono considerarsi meno pregnanti di quelli previsti dal Regolamento Prospetto o dalla Direttiva MiFiD. Essi, consistono, essenzialmente, nella predisposizione, notifica e pubblicazione di un *white paper*, nonché nel rispetto di alcuni obblighi comportamentali.

4.1 Contenuto e forma del *white paper*

La Proposta attribuisce rilevanza normativa alla pratica di pubblicare un documento "esplicativo", il *white paper*, avente lo scopo di spiegare al pubblico le caratteristiche del progetto che i promotori si sono impegnati a sviluppare.⁶⁸ Con riferimento al suo contenuto, le informazioni che questo dovrà contenere sono,

⁶⁷ Si deve, invece, escludere che l'intera Proposta possa applicarsi alle criptovalute come Bitcoin o alle altre criptovalute in cui non è possibile identificare un emittente o comunque un soggetto che abbia realizzato o promosso il relativo progetto. Di ciò si ha conferma dalla lettura dell'art. 4, comma 2, della Proposta all'interno del quale, fra le esenzioni dalla pubblicazione di un *white paper*, rientra il caso in cui la cripto-attività in questione sia solo il risultato di una attività di *mining* ovvero sia attribuita automaticamente ai soggetti che si occupano di sostenere una infrastruttura di rete DLT detenendo una copia del registro distribuito e validando le transazioni (i c.d. nodi). Esenzione che, se per certi versi costituisce un riconoscimento importante, in realtà però appare di dubbia utilità. Invero l'offerta al pubblico di una cripto-attività con le menzionate caratteristiche non avrà, per definizione, neanche un *organo gestorio* cui gli obblighi (e le responsabilità) delineati nella Proposta possano essere riferibili.

⁶⁸ Come anticipato nel precedente paragrafo, a questo documento ci si è sempre riferiti con il termine "white paper" ed è curioso notare come la Proposta ne abbia recepito anche la denominazione.

essenzialmente, quelle riguardanti: l'emittente, nonché i "principali soggetti coinvolti"; una descrizione del progetto imprenditoriale e delle cripto-attività offerte; dettagli sulle caratteristiche dell'offerta fra cui numero di cripto-attività e prezzo di emissione; una descrizione dei diritti o degli obblighi che le cripto-attività conferiscono insieme ai rischi correlati all'offerta; la tecnologia su cui si basa il procedimento d'offerta nonché le cripto-attività emesse.⁶⁹

Questo documento dovrà contenere anche una serie di avvertimenti, fra cui spicca quello secondo cui il *white paper* non costituisce un prospetto informativo ai sensi del Regolamento Prospetto.

Con riferimento al suo contenuto, si può quindi evidenziare come siano pochi gli aspetti che un *white paper* ha in comune con un più *tradizionale* prospetto informativo. Fra questi, troviamo, infatti, solo alcune delle condizioni al ricorrere delle quali l'emittente può essere esentato dalla pubblicazione del *white paper*.⁷⁰

A conferma della poca somiglianza fra *white paper* e prospetto informativo vi è, altresì, il principio secondo cui, quando oggetto di offerta sono *utility token*, il contenuto del *white paper* non è soggetto ad alcun controllo preventivo da parte delle autorità competenti.⁷¹ Nonostante ciò, ai sensi dell'art. 7 della Proposta, il *white paper* dovrà comunque essere notificato almeno 20 giorni prima della sua pubblicazione alle autorità insieme all'eventuale materiale pubblicitario già elaborato dall'emittente. Effettuata la notifica, il *white paper* potrà, quindi, essere pubblicato nel sito internet dell'offerente dove dovrà rimanere liberamente accessibile e disponibile per tutta la durata dell'ICO.

Al riguardo, deve essere fatto notare il fatto che la notifica deve essere accompagnata dalla spiegazione del perché, secondo l'emittente, la cripto-attività oggetto

⁶⁹ Il *white paper* dovrà, inoltre, essere: datato; redatto in almeno una delle lingue ufficiali dello Stato membro di provenienza dell'emittente o in una lingua generalmente conosciuta nella "sfera della finanza internazionale"; nonché essere messo a disposizione in formato c.d. "ricercabile" ovvero in modo che il suo contenuto sia leggibile e riconoscibile anche attraverso programmi software, sulla base degli standard tecnologici che verranno resi disponibili dall'ESMA.

Inoltre, il *white paper* dovrà inoltre essere fornito di un *summary*, redatto utilizzando un linguaggio non tecnico e che contenga le informazioni chiave sull'offerta.

⁷⁰ Le condizioni elencate all'art. 4, comma 2, della Proposta comprendono i casi in cui: le cripto-attività vengano offerte al pubblico gratuitamente; siano il risultato di una attività di *mining*; le cripto-attività non possano essere oggetto di scambio; e, infine (riprendendo le categorie già note nell'ambito del Regolamento Prospetto), quando le cripto-attività siano offerte a meno di 150 soggetti, il valore dell'offerta non sia superiore a 1 milione di euro nell'arco di 12 mesi, oppure l'offerta sia indirizzata esclusivamente a investitori qualificati senza possibilità per questi soggetti di alienarle a terzi.

⁷¹ Questa circostanza deve essere resa esplicita dall'emittente all'interno del documento, con l'inserimento di una specifica frase suggerita dalla Proposta.

di offerta non possa qualificarsi come strumento finanziario, moneta elettronica, deposito o deposito strutturato.⁷²

La Proposta richiede che i futuri detentori siano avvertiti della possibilità che l'*utility token* ricevuto possa non conferire i diritti ai servizi promessi.⁷³ Inoltre, con una norma dal significato piuttosto ambivalente, la Proposta afferma il divieto di inserire “promesse di rendimenti” all’interno del *white paper*, a meno che tali rendimenti non possano effettivamente essere garantiti.

Dalla pubblicazione del *white paper*, l’emittente è libero di offrire le proprie cripto-attività al pubblico in tutto il territorio dell’Unione o, addirittura, di richiederne l’ammissione a un sistema di negoziazione, stabilendo inoltre, che l’emittente non deve essere soggetto ad alcuna altra forma di richiesta informativa aggiuntiva.⁷⁴

4.2 Gli obblighi e le responsabilità a carico degli emittenti

A dimostrazione della considerazione degli *utility token* come strumenti *non* finanziari è possibile riportare anche la specifica disciplina prevista a tutela dei detentori di queste cripto-attività. Gli stessi, infatti, non potranno agevolare delle norme a tutela degli investitori, proprio per l’impossibilità di assimilare l’operazione di acquisto di *utility token* a una operazione di investimento. Da qui la necessità di prevedere una disciplina *ad hoc* a tutela di questi soggetti.

Fra le tutele a favore di questi soggetti, la prima che merita di essere menzionata è la possibilità di recedere, entro 14 giorni, dall’operazione negoziale effettuata, qualora i detentori siano classificabili anche come consumatori. Questo diritto non potrà però essere esercitato in due casi particolari, fra i quali spicca quello in cui le cripto-attività offerte siano state oggetto di ammissione alle negoziazioni.⁷⁵

⁷² Si vede l’art. 7, comma 3, Proposta di Regolamento MiCA (2020).

⁷³ Come è già stato puntualizzato in R. LENER, S. L. FURNARI, ‘Criptoattività: prime riflessioni sulla proposta della Commissione Europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari crittografati?’, in *Diritto Bancario. Approfondimenti*, 2020, questa previsione sembrerebbe indebolire la posizione dell’utilizzatore dell’*utility token*, “sminuendo” la potenziale tutela civilistica che ogni legittimo detentore potrebbe esercitare nel caso in cui il diritto di credito formalizzato all’interno del token non venisse soddisfatto dall’impresa emittente.

Fra gli ulteriori avvertimenti che dovrà contenere il *white paper* vi è la “rassicurazione” che deve provenire direttamente dall’organo di gestione dell’emittente che *white paper* è in linea con le regole stabilite nella Proposta e che le informazioni ivi contenute sono corrette e senza omissioni significative. Rassicurazione questa che, come si vedrà, sembrerebbe porre le basi per fondare la responsabilità diretta dell’organo di gestione nei confronti dei futuri detentori delle cripto-attività.

⁷⁴ Si veda l’art. 10 della Proposta di Regolamento MiCA (2020).

⁷⁵ Il secondo requisito riguarda l’ipotesi in cui l’offerta abbia un limite temporale e questo sia già trascorso.

Una particolare tutela dei detentori viene riconosciuta anche con riferimento all'attività promozionale effettuata dall'emittente. L'art. 6 della Proposta precisa, infatti, che eventuali comunicazioni pubblicitarie debbano essere chiaramente identificabili come tali. Il loro contenuto deve essere in linea con quanto descritto all'interno del *white paper* e al loro interno deve essere specificato che il *white paper* è stato pubblicato, nonché il sito internet nel quale è reso disponibile. La Proposta, infatti, attribuisce molta importanza alla correttezza delle informazioni pubblicate all'interno del *white paper*. L'art. 14 disciplina proprio la responsabilità dell'emittente in caso di pubblicazione di informazioni non veritiere, non chiare o fuorvianti all'interno del *white paper* o nelle sue eventuali modifiche. A tal riguardo la Proposta specifica che in questi casi il detentore di cripto-attività potrà far valere non solo la responsabilità dell'offerente ma direttamente quella dei suoi amministratori specificando che non sono ammesse esclusioni di responsabilità al riguardo. La prova del danno spetta al detentore il quale sarà tenuto a esplicitare in che modo le informazioni non corrette del *white paper* hanno influito sulle sue decisioni di vendere, comprare o scambiare le cripto-attività di riferimento.

Altro indice che dimostra la preoccupazione per la tutela dei detentori (e dei loro fondi) si rinviene nelle previsioni secondo cui qualora in cambio delle cripto-attività oggetto di offerta vengano richieste somme in moneta avente corso legale, le somme dovranno essere custodite a cura di un istituto di credito. Qualora, invece, si tratti di altre cripto-attività, queste non potranno essere custodite *in proprio* dall'emittente (come sarebbe tecnicamente possibile e come si fa nella prassi)⁷⁶ ma è richiesta la partecipazione di un soggetto autorizzato alla custodia di cripto-attività per conto terzi (c.d. *wallet service provider*).

Infine, solo poche norme della Proposta sembrerebbero tendere a "responsabilizzare" anche i singoli detentori. L'unica al riguardo invita il detentore a non limi-

⁷⁶ La custodia potrebbe, infatti, avvenire attraverso un semplice *wallet*. Con il termine "*wallet*" si indica figurativamente il luogo in cui le cripto-attività sono detenute. Al riguardo si distinguono due tipi di *wallet*. I "*cold wallet*", che consistono nella memorizzazione della chiave privata in un supporto fisico, non collegato alla rete (come un semplice foglio di carta). Gli "*hot wallet*", invece, sono servizi informatici forniti da entità terze, generalmente chiamate *wallet service provider*, che si occupano di detenere per l'utente la chiave privata. La differenza principale tra questi due differenti metodi di conservazione della propria chiave privata è che nei *cold wallet*, qualora il foglio di carta in cui è stata salvata la chiave privata venisse smarrito e l'utente non fosse più in grado di ricordarla, non sarà più possibile disporre del proprio "conto" e le cripto-attività conservate all'interno dello stesso saranno perse per sempre. Nel caso degli *hot wallet*, invece, perdere la "password" che garantisce l'accesso al servizio di detenzione della chiave privata non significa perdere le disponibilità del proprio conto, potendo essere la chiave privata recuperata attraverso procedure stabilite dal fornitore del servizio di deposito. Ciò implica, ovviamente, l'esposizione dell'utente al rischio che dei malintenzionati possano superare le barriere informatiche o fisiche disposte dal *wallet service provider* e rubare le chiavi private dallo stesso detenute.

tarsi alla lettura dell'*executive summary*, stabilendosi che è esclusa la responsabilità dell'offerente per il contenuto di questa sezione. La responsabilità non è, però, esclusa qualora il contenuto dell'*executive summary* letto insieme al *white paper* risulti non chiaro, non veritiero o ingannevole, nonché nel caso in cui non contenga le informazioni chiave che possano aiutare i detentori nella decisione circa l'acquisto o meno della cripto-attività considerata.

5. Verso una qualificazione definitiva

Se, come anticipato, non sorgono dubbi circa la facilità con la quale è possibile sussumere (almeno in astratto) la categoria degli *investment token* all'interno di quella degli strumenti finanziari, maggiori difficoltà si incontrano nell'effettuare il medesimo esercizio appena compiuto con riguardo agli *utility token*. Sebbene, infatti, dalla lettura delle *intenzioni* del legislatore europeo si possa intravedere la volontà netta di distinguere la categoria degli *utility token* da quella degli strumenti finanziari, sul punto la letteratura sull'argomento non ha ancora raggiunto una visione univoca.

Secondo una prima opinione,⁷⁷ anche gli *utility token* rientrerebbero nella definizione di valore mobiliare e, di conseguenza, in quella di strumento finanziario. Si sostiene, in primo luogo, che per il fatto di essere negoziati, anche l'acquisto di questa categoria di cripto-attività implica per l'acquirente un rischio finanziario.⁷⁸ A ciò si aggiunge che l'elenco esemplificativo contenuto nell'art. 4, comma 1, n. 44 della MiFID II che fornisce la definizione di valore mobiliare, nel fare riferimento alle azioni, alle obbligazioni o a titoli simili non avrebbe un significato vincolante. Dunque, un *utility token* negoziato in un mercato di capitali e che possiede le caratteristiche della standardizzazione e della trasferibilità, può essere qualificato come uno strumento finanziario. Nel caso degli *utility token* è come se il consumatore investisse “nella piattaforma”, potendo il valore del token acquistato accrescere il proprio valore in relazione al crescere del valore della piattaforma. In ciò, secondo l'autore, sembrerebbe consistere la natura finanziaria dell'investimento.⁷⁹

Seconda una diversa opinione, invece, è la categoria dei contratti derivati⁸⁰ che, in presenza di determinate condizioni,⁸¹ potrebbe essere utilizzata come *via definito-*

⁷⁷ Per una disamina completa della questione si rimanda a D. Boreiko, *op. cit.*, pp. 665 - 694

⁷⁸ *Id.*, pp. 677 - 678

⁷⁹ *Id.*, pp. 680 - 682

⁸⁰ F. Annunziata, *op. cit.*, pp. 37-45.

⁸¹ Si afferma infatti che la qualificazione non può prescindere da una analisi caso per caso, volta all'identificazione di almeno queste caratteristiche: che «il token» abbia un sottostante; che il suo valore possa

ria per attrarre gli *utility token* all'interno della definizione di strumento finanziario. In particolare, un *utility token* potrebbe essere riconducibile alla categoria degli strumenti derivati e, in particolare, a quella dei derivati su *commodity*.⁸²

Guardando alle pronunce delle autorità di regolamentazione europee sull'argomento, le stesse sembrano rimanere fedeli alla tripartizione tradizionale, tendendo ad attrarre solo la categoria degli *investment token* a quella degli strumenti finanziari. L'unica autorità che si distacca da questa linea di pensiero è la FINMA, la quale riconosce gli *utility token* assoggettabili alla disciplina degli strumenti finanziari solo nel caso in cui l'utilità conferita dalla cripto-attività non possa essere goduta dal detentore al momento della sua emissione e sia rimandata a un momento successivo come, ad esempio, a quello di completamento del progetto imprenditoriale presentato.⁸³

5.1 Le somiglianze con il *reward crowdfunding*

Volendo analizzare la questione della natura giuridica degli *utility token* da un punto di osservazione diverso, si potrebbe effettuare un breve confronto con uno strumento molto simile, il *reward crowdfunding*, uno strumento di finanziamento alternativo affermato ormai da qualche anno e utilizzato solitamente attraverso l'intermediazione fornita da famose piattaforme.⁸⁴ Fra ICO con emissione di *utility token* e *reward crowdfunding* esiste, infatti, una quasi assoluta somiglianza funzionale. Entrambi questi strumenti consentono a un imprenditore di raccogliere somme di denaro da una folla indistinta di persone in cambio di *utilità con finalità di consumo* (i.e. sconti, beni o servizi forniti dall'attività che verrà intrapresa grazie alla somma raccolta).⁸⁵

Non considerando le modalità con le quali una cripto-attività viene offerta al pubblico,⁸⁶ vi è solo una differenza fra una ICO con emissione di *utility token* e una campagna di *reward crowdfunding*: l'emissione del *token*, lo "strumento" che

variare in funzione del sottostante; e che «il token» sia regolabile in denaro o possa essere negoziato su una «trading venue». *Id.*, pp. 44.

⁸² *Id.*, pp. 42-43.

⁸³ FINMA, 'Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs)', 2018, p. 5.

⁸⁴ Fra le più famose si ricordano Indiegogo (<https://www.indiegogo.com/>) o Kickstarter (<https://www.kickstarter.com/>).

⁸⁵ Si segnala al riguardo che un raffronto, almeno funzionale, fra *reward crowdfunding* e *utility token* viene effettuato anche in F. Annunziata, *op cit.*, p. 23.

⁸⁶ Differenza questa non più rilevante se si considera che con l'avvento delle IEO, il non utilizzo di una piattaforma che funge da intermediario non è più una differenza essenziale.

permette (o permetterà) *tecnicamente* di poter usufruire del servizio. La presenza di un *token* rende il diritto acquisito partecipando a una ICO molto più liquido in quanto astrattamente molto più adatto a divenire oggetto di negoziazioni.

Se è solo questa la differenza fra i due strumenti, non sembrerebbe corretto considerare gli *utility token* alla stregua di strumenti finanziari. Stupisce, infatti, che il possesso di un vantaggio (i.e. maggiore liquidità) debba essere *penalizzato* dall'applicazione di oneri regolamentari addizionali. La presenza di oggetti simili al *token* - intesi come strumenti tecnici che consentono l'esercizio di un diritto non finanziario ma di consumo - non costituisce, in effetti, una novità nel mondo economico-giuridico. Da sempre la prestazione di alcuni servizi è stata agevolata dalla preventiva emissione di strumenti *tecnici* necessari all'utilizzo dei servizi stessi. Strumenti anche essi standardizzati, tecnicamente trasferibili nonché, facilmente *scambiabili* (se non proprio "negoziabili").⁸⁷ In tutti questi casi la mediazione di uno strumento tecnico non caratterizza diversamente il servizio fornito né, tanto meno, il rapporto giuridico sotteso alla prestazione del servizio.

I token, permettendo di trasferire agevolmente un credito di consumo acquistato in precedenza, dovrebbero essere considerati in maniera *positiva* per il loro "potere" di rendere maggiormente liquido il sistema nel quale essi trovano applicazione, così da superare uno dei principali rischi, quello di illiquidità, che ancora oggi caratterizza l'utilizzo di strumenti alternativi di finanziamento.⁸⁸ In questo modo, il partecipante acquisisce uno strumento tecnico che gli attribuisce la possibilità di svincolare più facilmente le somme impiegate nella partecipazione all'offerta. Questo è ancor più vero considerando che solitamente l'attività economica che una *startup* si impegna a svolgere vedrà solitamente i suoi frutti solo molto tempo dopo il termine della raccolta.

Il non utilizzo di un *token* nel *reward crowdfunding*, invece, rende l'acquisto, oltre che sostanzialmente, anche *tecnicamente* illiquido. Infatti, pur nel fortunato

⁸⁷ Si pensi alle schede telefoniche, o ancora prima, ai gettoni dei primi telefoni pubblici ma anche agli stessi biglietti degli autobus. Ancora più pregnanti sono poi gli esempi che è possibile fare con i biglietti dei treni (riguardo ai quali esistono "gruppi" nei social network più famosi miranti a facilitare la rivendita di biglietti non più utilizzabili), per non parlare poi, di quanto sia sviluppato il mercato "secondario" su biglietti di concerti e altri spettacoli dal vivo, al di là delle valutazioni sulla legalità di queste attività.

⁸⁸ Ciò è particolarmente vero, ad esempio, per l'*equity crowdfunding* i cui seri rischi di illiquidità sono dati, dal mancato sviluppo di un mercato secondario di questo strumento. Lento sviluppo dovuto in parte alle regole giuridiche che rendono più difficile la libera trasferibilità delle partecipazioni (solitamente di società a responsabilità limitata) acquisite a seguito della raccolta. Per ulteriori approfondimenti sull'argomento, sia consentito il rimando a S. L. FURNARI, 'Market analysis, economics and success drivers of equity crowdfunding', in M. G. COLOMBO, G. GIUDICI (a cura di), *Proceedings of the 3rd Entrepreneurial Finance Conference*, 2018, disponibile su <http://entfin.org/wp-content/uploads/2019/01/ENTFIN-2018-Milano.pdf>.

caso in cui il partecipante riesca a trovare, dopo la fine della raccolta, un soggetto interessato a ricevere il diritto al prodotto o allo sconto acquisito, prima dei sistemi DLT non esistevano gli strumenti tecnici per trasferire con velocità e sicurezza quel diritto. Oggi, grazie al *token* i partecipanti possono alienare i diritti acquisiti (o, meglio, gli strumenti tecnici che consentono l'esercizio di questi diritti) in maniera molto più agile, essendo sufficiente trasferire la proprietà del *token* in cui gli stessi sono incorporati.

Considerare, quindi, le ICO con emissione di *utility token* come offerte al pubblico di strumenti finanziari e applicare, così, regole diverse da quelle applicabili al *reward crowdfunding*, creerebbe una sostanziale disparità di trattamento regolamentare in riferimento a due strumenti alternativi di finanziamento praticamente identici se non per il fatto che le ICO risulterebbero meno illiquide e quindi, a parità di altre condizioni, molto più sicure per il partecipante all'offerta.⁸⁹

5.2 Il *farming* come forma di offerta al pubblico di prodotti finanziari

Prima di poter escludere del tutto che *qualsiasi* offerta di *utility token* al pubblico sia attività non finanziaria è necessario effettuare un ulteriore approfondimento. Infatti, la circostanza che un *utility token*, considerato *per se*, non possa rientrare nella definizione di strumento finanziario, non implica che l'intera operazione di offerta non possa comunque rientrare in quella di prodotto finanziario.

Come è noto, pur rappresentando una categoria, la definizione di strumento finanziario è, a propria volta, parte di un'altra categoria, quella di prodotto finanziario.⁹⁰

Il t.u.f. definisce i prodotti finanziari come “*gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*” escludendo dalla definizione però i

⁸⁹ Volendo guardare al profilo della tutela del partecipante alla raccolta, non è detto che, qualora non si applicassero le norme sull'offerta al pubblico di strumenti finanziari, questi resterebbe privo di tutela. Oltre alla possibilità di vedere anche immediatamente lo strumento acquisito grazie alla maggiore liquidità “tecnologica” che lo caratterizza, il detentore avrà sempre a disposizione le tutele tradizionali in caso di inadempimento alle promesse fatte dai promotori dell'ICO se non, addirittura, quelle previste dal codice del consumo.

⁹⁰ In argomento, si rimanda a A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Giuffrè, Milano, 2020, p. 27-28, il quale afferma espressamente come l'ampiezza della definizione di prodotto finanziario si presti a inglobare operazioni effettuate sulla blockchain e aventi a oggetto cripto-attività. Ma si veda anche R. LENER, *Diritto dei mercati finanziari. Saggi*, Utet, Torino, 2011, pp. 64-65; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato immobiliare*, Giappichelli, Torino, 2020, pp. 357-358; R. COSTI, L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in G. Cottino (a cura di), *Trattato di diritto commerciale*, Cedam, Padova, 2004, pp. 42-46; R. COSTI, S. GILOTTA, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2020, pp. 11-14; P. SFAMENI, A. GIANNELLI, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Egea, Milano, 2018, pp. 286-289.

depositi bancari o postali che non siano rappresentati da strumenti finanziari. Diversamente da quella di strumento finanziario - che è una definizione (apparentemente) chiusa in virtù del rimando a un elenco tassativo di elementi -, quella di prodotto finanziario è, invece, una definizione (esplicitamente) aperta.

La “apertura” della definizione fornita dal t.u.f. richiede di indagare cosa si intenda per *forma di investimento di natura finanziaria*. Il concetto è composto da due elementi: quello di “investimento” e quello della “finanziarietà” dello stesso.⁹¹

Come il significato comune del termine ci aiuta a comprendere, la nozione di investimento è riferita all’impiego di beni con lo scopo di ottenere un guadagno futuro. Nozione questa talmente ampia che necessita di essere veicolata dal concetto di “finanziarietà” che deve essere proprio della *natura* dell’investimento.⁹² Un investimento è di tipo finanziario quando il guadagno sperato dipende esclusivamente dal mero impiego del denaro o di altra cosa fungibile, senza che lo stesso possa essere influenzato da ulteriori attività del conferente. Quindi, per aversi un investimento di *natura finanziaria* è necessario che la produzione di quella ricchezza addizionale, che costituisce il guadagno, dipenda esclusivamente da un comportamento altrui o, in ogni caso, da vicende o comportamenti non influenzabili da parte dell’investitore.⁹³

Per comprendere il rapporto fra *utility token* e prodotti finanziari bisognerà, allora, focalizzare l’attenzione non sull’oggetto dell’offerta (i.e. il token come “strumento”), ma sull’offerta stessa e, più in particolare, sulle modalità con la quale questa attività è condotta. La nozione di prodotto finanziario, infatti, non è vincolata a uno specifico “oggetto”, inteso come un “*corpo meccanico*” o un documento, ma può essere riferito, più generalmente, a “situazioni giuridiche” e, quindi, impiegando un linguaggio meno tecnico, ad “attività”.⁹⁴

Come già descritto, il mercato delle cripto-attività ha visto lo sviluppo di numerosissime piattaforme che, in cambio del “deposito” (o, come si dice in gergo, dello “*staking*”) di *utility token* promettono al depositante ulteriori cripto-attività tale per cui, ove le stesse fossero vendute istantaneamente, il depositante potrebbe raggiungere, giornalmente, uno specifico rendimento sull’operazione effettuata.

⁹¹ R. LENER, *Diritto dei mercati finanziari*, op cit., p. 65

⁹² Al riguardo, basti notare che anche l’investimento di somme di danaro per l’apertura in proprio di una attività commerciale può essere considerata un “investimento”.

⁹³ Sul punto si veda anche Cass. Sez. II Civ. 5 febbraio 2013, n. 2736 del 2013, dove è stato precisamente affermato che «La causa negoziale è, dunque, finanziaria, in quanto la ragione giustificativa del contratto, e non il suo semplice motivo interno privo di rilevanza qualificante, consiste proprio nell’investimento del capitale (il “blocco” dei risparmi) 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».

⁹⁴ Si veda sul punto R. COSTI, S. GILOTTA, *Il mercato mobiliare*, op. cit., pp. 14.

Sembra allora difficile escludere che queste operazioni non abbiano natura finanziaria. Questa, però, trova il suo essenziale fondamento, non tanto nella semplice operazione di acquisto di un nuovo *utility token* in cambio di quello “depositato”; ma quanto nella promessa effettuata dai gestori della piattaforma, secondo cui effettuando un “deposito” è possibile ricevere una remunerazione, misurata utilizzando specifici indici di rendimento.

Da questo diverso punto di vista, prodotto finanziario non è la cripto-attività depositata o quella che si spera di ottenere, ma l'intera “situazione giuridica”, l'attività o, se vogliamo, in maniera più diretta, l'operazione finanziaria prospettata all'investitore.

Questo diverso modo di guardare all'offerta al pubblico di cripto-attività trova riscontro in giurisprudenza nonché, in alcune pronunce della CONSOB.

La giurisprudenza si è pronunciata piuttosto di recente su questo argomento. Con la sentenza n. 26807 del 25 settembre 2020 la Corte di Cassazione si è espressa su un caso avente a oggetto una operazione di vendita al pubblico di Bitcoin. La particolarità di questo caso è che l'attività contestata *«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%’»*. La Corte si è, quindi, pronunciata tacciando l'attività effettuata come *«soggetta agli adempimenti di cui agli artt. 91 e seguenti TUF I la cui omissione integra la sussistenza del reato di cui all'art. 166 comma 1 lett. c) TUF»*.

A una attenta analisi di questa sentenza, mette in luce come non sia il Bitcoin, ovvero l'oggetto dell'attività (e quindi ogni suo *tipo* di distribuzione al pubblico), a poter essere considerato come attività di investimento. Sono le particolari modalità con le quali questa attività di distribuzione al pubblico è stata effettuata ad aver fatto acquisire natura finanziaria all'attività svolta. Particolari modalità che, come si evince dalla sentenza, sono consistite proprio nella promessa di specifici rendimenti.

È quindi possibile affermare che gli *utility token*, così come definiti in precedenza, nonché le altre cripto-attività diverse dagli *investment token*, non sono di per sé strumenti o, tanto meno, prodotti finanziari. Ciò è vero, così come non sono strumenti o prodotti finanziari altri beni come i diamanti o gli alberi di limoni. Il riferimento a questi due “beni” è certamente voluto. Due importantissime sentenze, infatti, si sono già pronunciate sullo stesso argomento.

I diamanti sono stati l'oggetto della Sentenza della Corte di Cassazione n. 2736 del 2013. Nel caso di cui si è occupata la Corte di Cassazione, i diamanti venivano

venduti, concedendo facoltà all'acquirente di restituirli, ricevendo il cambio il prezzo pagato, maggiorato di una somma di denaro per la custodia effettuata.⁹⁵

Ebbene, nonostante l'operazione avesse per oggetto diamanti e non, ad esempio, titoli di società quotate, la Cassazione, nell'affermare che «*investimento di natura finanziaria comprende ogni conferimento di una somma di denaro da parte del risparmiatore con un'aspettativa di profitto o di remunerazione, vale a dire di attesa di utilità a fronte delle disponibilità investite nell'intervallo determinato da un orizzonte temporale, e con un rischio*», ha individuato una serie di elementi indicativi della natura finanziaria dell'operazione, consistenti nelle promesse di rendimenti contenute nelle comunicazioni che venivano effettuate dalla società in questione le quali fornivano all'investitore 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*».

A riprova del fatto che sono state le promesse di rendimento, e non gli specifici prodotti venduti (nel caso di specie i diamanti) a attribuire natura finanziaria all'operazione di investimento si può menzionare il caso simile su cui si è pronunciata la Consob nella Comunicazione del n. 13038246 del 2013, nella quale l'autorità ha affermato che «*ciò che rileva (ai fini dell'individuazione dell'investimento di natura finanziaria) è piuttosto l'effettiva e predeterminata promessa, all'atto dell'instaurazione del rapporto contrattuale, di un rendimento collegato alla res. [...] per configurare un investimento di natura finanziaria, non è sufficiente che vi sia accrescimento delle disponibilità patrimoniali dell'acquirente (cosa che potrebbe realizzarsi attraverso talune modalità di godimento del bene come ad esempio con la rivendita del diamante) ma è necessario che l'atteso incremento di valore del capitale impiegato (ed il rischio ad esso correlato) sia elemento intrinseco all'operazione stessa*».⁹⁶

Gli alberi di limoni sono invece i protagonisti del caso (sicuramente più conosciuto e già citato) SEC v. W. J. Howey Co., dal quale la giurisprudenza americana ha derivato il famoso *Howey Test*. Qui, la proposta negoziale cui è stata riconosciuta natura finanziaria riguardava campi coltivati in cui erano piantati alberi di limoni. Anche in questo caso, sono state le *modalità* con i quali questi alberi e i loro frutti

⁹⁵ Sul punto anche F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato immobiliare*, op. cit., pp. 358, nota 12 e E. FRANZA, 'La commercializzazione di oggetti preziosi presso gli sportelli bancari', in *Diritto Bancario. Approfondimenti*, 2017.

⁹⁶ La Consob è intervenuta anche successivamente sulle vicende aventi ad oggetto le vendite di diamanti. In particolare, nella "Comunicazione Consob a tutela dei risparmiatori sulla compravendita di diamanti" del 6 febbraio 2017, l'Autorità ha avuto modo di precisare che «*la vendita di un bene materiale, come i diamanti, può assumere le caratteristiche di offerta di un prodotto finanziario se siano esplicitamente previsti, anche tramite contratti collegati, elementi come, ad esempio, promesse di rendimento, obblighi di riacquisto, realizzazione di profitti ovvero vincoli al godimento del bene*».

venivano “commercializzati” al pubblico che hanno fatto sì che si riscontrasse un investimento di natura finanziaria nell'attività negoziale effettuata dalla società in questione.⁹⁷

6. Nuove prospettive

Sulla base della disamina effettuata, è possibile concludere che gli *utility token* (1) non sono strumenti finanziari, così come invece lo sono gli *investment token*, e che (2) non sono considerabili prodotti finanziari, anche quando offerti al pubblico tramite una ICO cui i futuri detentori sono spinti a partecipare in attesa di un futuro incremento di valore delle cripto-attività ricevute.

Conferma del fatto che gli *utility token* non possono essere considerati strumenti finanziari deve essere rinvenuta, tra le altre cose, nella loro somiglianza ad altri strumenti di finanziamento (come il *reward crowdfunding*) che non hanno ricevuto una pari attenzione regolamentare, nonché nella Proposta di Regolamentazione MiCa. Il fatto che la Proposta si occupi di escludere esplicitamente gli *utility token* dall'applicazione del Regolamento Prospetto, creando una disciplina *ad hoc* (e molto meno onerosa), dimostra la chiara intenzione del legislatore europeo di distinguere gli *utility token* dalla categoria degli strumenti finanziari.

Inoltre, è utile chiarire che la potenzialità di un bene di aumentare il proprio valore non attribuisce natura “finanziaria” all'attività di offerta di quel bene, a meno che l'incremento di valore non venga “promesso” dal soggetto o dalla piattaforma che offre gli *utility token* considerati. Nell'accertamento della natura finanziaria di una operazione, infatti, in linea con quanto affermato dalla Corte di Cassazione, non si deve indagare il motivo (che è *interno*) per il quale il partecipante prende parte all'offerta. Ciò che dovrà valutarsi è la ragione giustificativa del contratto nel momento in cui questo è concluso. Solo ove questo sia caratterizzato dalla prospettiva di accrescimento del capitale conferito senza alcuno “sforzo” da parte dell'investitore, si potrà riconoscere natura finanziaria dell'attività. Per accertarla sarà necessario verificare le “modalità” con le quali un determinato token è offerto al pubblico, allo scopo di verificare che la predetta prospettiva sorga nell'investitore da un'attività “esterna” dell'emittente (es. dalla lettura della documentazione messa

⁹⁷ Conferma finale di quanto appena riportato può essere rinvenuto, infine, anche nel Documento di discussione sulle cripto-attività pubblicato dalla Consob il 19 marzo 2019. Anche qui, la Consob ricorda quali sono gli elementi qualificanti la nozione di investimento di natura finanziaria, elencando proprio: «(i) un impiego di capitale; (ii) un'aspettativa di rendimento di natura finanziaria; (iii) l'assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all'impiego di capitale».

a disposizione o dall'attività promozionale da questo condotta), essendo irrilevante il suo mero convincimento "interno".

In ogni caso, si badi bene, pur in presenza di una promessa di rendimento, elemento questo che caratterizzerà *esteriormente* l'attività posta in essere, è l'*attività* che diventa "finanziaria" e che quindi potrebbe essere considerata un prodotto finanziario. Non, invece, l'*oggetto* del contratto, il quale potrebbe quindi essere tanto costituito da un *utility token*, quanto da Bitcoin, diamanti, limoni oppure (chissà) da conchiglie, patate o cipolle.

L'emittente che, dunque, volesse procedere alla loro distribuzione al pubblico di *utility token* tramite il lancio di una ICO "tradizionale" dovrà ritenersi esente dal rispetto dei requisiti previsti dalla normativa vigente per l'offerta al pubblico di prodotti e strumenti finanziari.

Quanto detto non vale, però, anche per i gestori della piattaforma (decentralizzata o meno che sia) che offrono servizi ricollegabili al cd. *farming*. Il fatto stesso di prospettare (incredibili seppur veri) rendimenti per l'attività di deposito di criptoattività potrebbe essere molto probabilmente considerato dalle nostre autorità di vigilanza alla stregua di una attività di offerta al pubblico di prodotti o strumenti finanziari.⁹⁸

Si prospetta quindi un gran da fare per i regolatori. Attività non priva di difficoltà, considerato, in particolare, il problema di individuare gli effettivi *gestori* della piattaforma, di sovente nascosti dietro l'anonimato o semi-assenti per via delle strutture decentralizzate delle piattaforme utilizzate. A ciò si aggiunga l'ulteriore difficoltà data dalla necessità di verificare non solo la documentazione messa a disposizione del proponente al momento dell'acquisto dei token, ma anche gli strumenti tecnici da questo predisposti. Si ricorda, infatti, che nelle ICO, un ruolo preponderante è ricoperto dagli *smart contract* che gestiscono l'offerta, dal cui contenuto (solitamente scritto in linguaggio di programmazione) non si potrà prescindere prima di esprimere un giudizio sulla natura, finanziaria o meno, dell'offerta condotta dall'emittente.

Se allora, è vero che anche il contadino che vendesse limoni (più o meno digitalizzati) non deve tanto curarsi di ciò che vende ma, soprattutto, di "come" vende, purtroppo è ancor più vero che in caso di violazione della normativa applicabile sarà pur sempre necessario che lo stesso possa essere individuato.

⁹⁸ La possibile obiezione che questo tipo di operazioni possano avere *anche* natura di consumo oltre che di investimento non è di per sé sufficiente a far venir meno l'applicazione della nozione di prodotto finanziario, essendo irrilevante la prevalenza o meno della natura finanziaria dell'operazione. Sul punto R. COSTI, L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, op. cit., p. 44, nota 62.