



**Università
degli Studi
di Palermo**

AREA QUALITÀ, PROGRAMMAZIONE E
SUPPORTO STRATEGICO
SETTORE STRATEGIA PER LA RICERCA
U. O. DOTTORATI

DOTTORATO DI RICERCA IN
“PLURALISMI GIURIDICI. PROSPETTIVE ANTICHE E ATTUALI”
DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA
IUS/04 – DIRITTO COMMERCIALE

OFFERTA AL PUBBLICO DI *TOKEN* DI UTILITÀ E TECNICHE DI TUTELA DEL CONSUMATORE

IL DOTTORANDO
SALVATORE CASARRUBEA

IL COORDINATORE
CHIAR.MO PROF. GIUSEPPE DI CHIARA

IL TUTOR
CHIAR.MO PROF. VINCENZO MELI

CICLO XXXV
ANNO 2021/2022

INDICE

INTRODUZIONE	6
---------------------	----------

CAPITOLO I

OFFERTA AL PUBBLICO DEI *TOKEN* DI UTILITÀ

1.1 Le <i>Initial Coin Offerings</i> quale nuova modalità di raccolta di capitali: l'evoluzione del fenomeno	14
1.2 Le tecnologie sottese all'operazione: a) la <i>blockchain</i>	16
1.2.1 (segue): b) e gli <i>smart contract</i>	19
1.3 Le fasi dell'operazione	22
1.4 Differenze con altri metodi di raccolta di capitali	27
1.4.1 (segue): a) con le <i>IPO</i>	28
1.4.2 (segue): b) con il <i>lending</i> , l' <i>investment</i> e il <i>reward-based crowdfunding</i>	31
1.5 I principali vantaggi	36
1.6 (segue) e rischi dell'operazione	37

CAPITOLO II

LA QUALIFICAZIONE GIURIDICA DEGLI *UTILITY TOKEN*

2.1 La nozione di cripto-attività: i nuovi "titoli digitali"	41
2.1.1 (segue): "circolazione della ricchezza assente"?	43
2.2 La tradizionale classificazione tripartita delle cripto-attività e la sua utilità	47
2.3 L'emissione degli <i>investment token</i>	52
2.4 L'emissione degli <i>utility token</i> : il piano di lavoro	60
2.4.1 I <i>token</i> di utilità non negoziabili	61
2.4.2 I <i>token</i> di utilità negoziabili come valori mobiliari? I diversi orientamenti in campo	63
2.4.2.1 (segue) Le distinte posizioni tra il detentore di <i>token</i> di utilità e il titolare di valori mobiliari	66

2.4.2.2 (segue) L'assenza di un bisogno di tutela uguale a quello dell'investitore <i>retail</i>	70
2.4.2.3 (segue) La negoziabilità negli <i>exchanges</i>	73
2.4.3 I <i>token</i> di utilità come altro investimento di natura finanziaria?	77
2.5 L'emissione dei <i>token</i> di pagamento e i punti di contatto con gli <i>utility</i>	87
2.6 L'emissione di <i>token</i> di <i>utilità</i> in chiave consumeristica	95
2.6.1 (segue) come vendita di cosa futura <i>ex art. 1472 c.c.</i> o commercializzazione a distanza di servizi finanziari a norma dell'art. 67- <i>bis</i> cod. cons.?	96
2.6.2. (segue) come fornitura di contenuto digitali o servizio digitale <i>ex art. 3, co. 1, dir. UE 2019/770: una proposta qualificatoria</i>	99
2.7 Il problema dei <i>token</i> di utilità ibridi	103
2.7.1 (segue)... con componente di finanziamento	104
2.7.2 (segue)... con componente di pagamento	107
2.7.3 (segue)... con componente di finanziamento e di pagamento	109

CAPITOLO III

TECNICHE DI TUTELA DEL CONSUMATORE DI *UTILITY TOKEN*

3.1 L'esigenza di tutela nei suoi due livelli: un quadro generale	111
3.2 La tutela rimediale tramite gli obblighi di <i>disclosure</i> secondo la Proposta MICA e le iniziative dei regulators	112
3.2.1 <i>Voluntary</i> o <i>mandatory disclosure</i> : un dibattito tradizionale...	114
3.2.1.1 (segue)... che ritorna attuale nel mercato dei <i>crypto-assets</i>	117
3.2.1.2 (segue) l'irrilevanza del dibattito nel mercato dei <i>crypto-assets</i> in ragione degli obblighi informativi di cui alla direttiva 2011/83/UE	122
3.2.2. L'assenza di "controllo" dell'Autorità di vigilanza sulle offerte di <i>utility token</i>	124
3.2.3 L'onere della prova in capo al consumatore nella responsabilità da <i>white paper</i> , secondo MiCA, e la contraddizione con l'art. 6, par. 9, della Direttiva 2011/83/UE	127
3.3 Il diritto di recesso a norma dell'art. 9, della Direttiva 2011/83/UE	129

3.3.1 Le possibili eccezioni al diritto di recesso: a) la fornitura di beni o servizi il cui prezzo è legato a fluttuazioni nel mercato finanziario	130
3.3.2. (segue): la fornitura di contenuto digitale eseguita con l'accordo espresso di rinuncia al diritto di recesso	132
3.3.3 Il momento del recesso e gli obblighi restitutori	133
3.4 Il diritto di recesso secondo la disciplina MiCA	135
3.5 La possibile integrazione dei diversi regimi protettivi della proposta MiCA e della direttiva 770/2019/UE	137
3.5.1 Il diritto di recesso nel caso di mancata fornitura del contenuto digitale <i>ex art. 13 dir. 770/2019/UE</i>	138
3.5.2 Il diritto al ripristino della conformità del contenuto digitale, alla riduzione del prezzo o alla risoluzione del contratto in caso di difetto di conformità <i>ex art. 14 dir. 2019/770/UE</i>	139
3.6 Alcune pratiche commerciali scorrette nel mercato dei <i>crypto-asset</i>	142
3.7 La vessatorietà di alcune clausole impiegate nella commercializzazione di <i>utility token</i>	145
CONCLUSIONI	150
BIBLIOGRAFIA	162
COMUNICAZIONI E PROVVEDIMENTI DELLE AUTORITÀ	195
GIURISPRUDENZA	199

INTRODUZIONE

Negli ultimi anni, nel mercato dei *crypto-assets* sono state sviluppate nuove modalità di raccolta fondi da destinare al finanziamento di attività d'impresa: tra esse hanno suscitato l'interesse di numerose istituzioni europee ed autorità nazionali di vigilanza dei mercati le *Initial Coin Offerings* (di seguito anche "*ICOs*"), per la loro capacità di raccogliere, in poco tempo, ingenti somme di denaro. Le stesse, mediante l'impiego della *blockchain*, consentono ad imprenditori individuali, società o altri *network* di sviluppatori di rivolgersi al pubblico, offrendo in vendita *crypto-assets* da loro creati (nel prosieguo anche "*token*"), in cambio di moneta avente corso legale o di altre criptovalute, al fine di finanziare progetti imprenditoriali di vario tipo.

Sin dalla loro emersione, tale nuova modalità di raccolta fondi è stata però caratterizzata da una forte incertezza regolamentare. In più occasioni, dalle suindicate autorità sono state infatti evidenziate le preoccupazioni per i rischi che possono ricadere sugli investitori e sui consumatori aderenti all'offerta¹: si pensi alle difficoltà, in taluni casi, di identificare il soggetto responsabile dell'emissione o di individuare la giurisdizione avanti alla quale esercitare le eventuali pretese e la legge nazionale applicabile; del pari, non v'è qui necessità di evidenziare le asimmetrie informative intercorrenti tra l'emittente e i destinatari dell'offerta, acuite nelle operazioni in esame per la singolare complessità tecnica dell'innovazione digitale coinvolta, per la novità delle *start-up* che si affacciano al settore o per la difficoltà di qualificare giuridicamente gli *assets* oggetto dello scambio.

Tuttora non esiste una definizione normativa di questa nuova modalità di raccolta di capitale. Appare, però, indubbio che le modalità operative in cui si snodano tali offerte presentano profili di analogia sia con alcune operazioni di raccolta di capitali più tradizionali, come le offerte pubbliche "iniziali" di vendita o sottoscrizione di azioni funzionali ad una loro successiva quotazione nei mercati regolamentati, sia con le più recenti modalità alternative di finanziamento dell'impresa, come il *lending*, l'*investment* e il *reward-based crowdfunding*. Senonché, come si avrà modo di precisare ai §§ 1.4, 1.4.1, 1.4.2,

¹ Cfr., a livello nazionale, la "Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e crypto-attività", 15 giugno 2022, in <https://www.bancaditalia.it/> o il comunicato stampa "Consob e Banca d'Italia mettono in guardia contro i rischi insiti nelle crypto-attività" del 28 aprile 2021, in <https://www.bancaditalia.it/>. Tali iniziative si inseriscono tra quelle già assunte in passato dalla Banca d'Italia con l'"Avvertenza per i consumatori sui rischi delle valute virtuali da parte delle Autorità europee" del 19 marzo 2018 in <https://www.bancaditalia.it/> e, ancor prima, con l'"Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette valute virtuali" del 30 maggio 2015, in <https://www.bancaditalia.it/>; in ambito europeo, cfr. l'iniziativa delle tre Autorità europee di supervisione, ESMA, EBA, EIOPA, "Warning – ESMA, EBA and EIOPA warn consumers on the risks of Virtual currencies", 12 febbraio 2018, in <https://www.eba.europa.eu>, o più di recente v. ESMA, EBA, EIOPA, "Crypto-assets: Esas remind consumer about risks", 17 marzo 2021, in <https://www.eba.europa.eu>.

allorquando l'oggetto dell'offerta siano i *token* di utilità qui oggetto di interesse, a doversi rimarcare sono più i profili di divergenza con tali forme di finanziamento dell'impresa.

Come sarà precisato, nell'ambito delle offerte al pubblico di *crypto-assets*, l'emittente è infatti libero di determinare la struttura e la funzione che in concreto il *token* offerto può assumere e tale varietà, in uno con l'assenza di una terminologia comune e di una compiuta regolazione, ha sollevato non pochi dubbi in ordine ad una loro possibile classificazione.

Nell'ottica di una sistemazione tipologica di quelli che, in questo lavoro, saranno più avanti chiamati "titoli digitali", per il loro richiamare le logiche dei titoli di credito (v. §§ 2.1 e 2.1.1), la proposta di Regolamento UE "MiCA" dello scorso 24 settembre 2020 ha adottato una classificazione tripartita, distinguendo tra: *crypto-assets* collegati ad attività; quelli di moneta elettronica; e quelli *diversi* dalle prime due categorie². Tale tassonomia, però, come si vedrà, non ha sortito l'effetto di fare definitiva chiarezza in materia, per il suo discostarsi parzialmente dalla classificazione tradizionale dei *crypto-assets*, condivisa dalla letteratura internazionale prevalente e da alcune autorità europee e nazionali, basata sulla distinzione tra *investment token*, *currency token (o payment-type)* e *utility token*.

La questione è ancor più complessa se si consideri che la classificazione maggiormente diffusa non è da tutti apprezzata e ritenuta utile per il fatto che taluni *assets*, come gli *utility token*, "*combine the customer payment mechanism with the utility component and, when tradable on a secondary market, the investment one*"³ e, inoltre, l'approccio tradizionale che distingue i *crypto-assets* in tre categorie di base è stato criticato anche da un'altra parte della dottrina⁴, perché fondato solamente su una ricostruzione, definita "*bottom-up*", del contenuto *ex se* e della funzione del *token*, dovendosi, secondo quest'ottica, preferirsi un metodo di analisi "*top-down*", che non trascuri la dimensione dinamica del fenomeno, ossia la "circolazione" e lo "scambio" di tali valori digitali nei mercati secondari⁵.

² Ai fini del presente lavoro, è stato oggetto di consultazione il testo della Proposta nella sua versione più recente del 5 ottobre 2022.

³ D. BOREIKO – G. FERRARINI – P. GIUDICI, *Blockchain Startups and Prospectus Regulation*, 2019, reperibile al seguente indirizzo <https://papers.ssrn.com>.

⁴ F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, in *ODC*, 2018, 3, 8 ss.

⁵ Ciò in quanto anche un *token* privo dei caratteri di finanziarietà (come uno *utility token* puro), se negoziato su un mercato secondario qualificabile come *trading venue* (mercato regolamentato, MTF, OTF) ai sensi della disciplina della direttiva europea n. 65 del 15 maggio 2014 (nel prosieguo, più brevemente "MiFID II"), dovrebbe assumere, secondo quest'ottica, la qualificazione giuridica di uno strumento finanziario e, dunque, essere destinatario della relativa disciplina comunitaria degli strumenti finanziari, nonché di quella nazionale applicabile ai prodotti finanziari.

Come si cercherà di dimostrare, la tassonomia tradizionale, benché sia solamente un punto d'inizio non risolutivo per l'attività qualificatoria richiesta all'interprete, andrebbe invece mantenuta e anzi rafforzata per più ordini di ragioni (v. § 2.2.)

Al di là di tale questione di metodo, non minori interrogativi sorgono non appena ci si addentri più dettagliatamente nel profilo qualificatorio degli *assets* di volta in volta diffusi pubblicamente nel contesto di un'offerta pubblica di *crypto-assets*, con le relative conseguenze in punto di disciplina applicabile.

Nel presente scritto, tra le diverse categorie di *token*, pare utile delimitare il campo d'indagine a quella dei *token* di utilità, in quanto appare la più controversa dal punto di vista qualificatorio e, d'altra parte, in taluni casi, notevoli sono le difficoltà insite nel tracciare una linea di demarcazione tra queste e le altre fattispecie.

L'analisi della qualificazione giuridica degli *utility* sembra richiedere all'interprete un doppio passaggio interpretativo: il primo, diretto a esaminare se gli stessi possano essere sussunti nelle categorie degli strumenti/prodotti finanziari o in quella alternativa di mezzo di pagamento e, il secondo, a cui si approda in caso di esito negativo del primo, volto a fornire una qualificazione alla luce di altre categorie di tipo consumeristico ⁶.

Nel tentare di seguire questo metodo di analisi, converrà distinguere la categoria in esame in due sotto-tipologie: la prima, quella dei *pure utility token* non “negoziabili”, meno controversa in quanto più agilmente riconducibile agli schemi consumeristici propri del secondo “passaggio” a cui si faceva testé cenno, e la seconda, quella degli *utility token* in senso stretto, per la quale occorrerà approfondire la riconduzione nelle categorie finanziarie; ciò perché i *token* di utilità negoziabili si allontanano da una esclusiva funzione di consumo, per la facoltà concessa al possessore di trasferirli nelle nuove piattaforme di scambio (i c.d. *exchanges*) e ottenerne un possibile guadagno; se, a questo, si aggiunge che, nell'ambito delle offerte al pubblico, gli stessi possono essere emessi anche in modo standardizzato e formare una “classe di titoli” con determinate qualità, allora risulta evidente l'affinità con i *token* di investimento e, dunque, la possibilità di sussumerli nella categoria degli strumenti finanziari e segnatamente dei “*transferable securities*” di cui all'art. 4, co. 1, n. 44, direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014 (di seguito, più brevemente, “MiFID II”) e, a livello nazionale, ex art. 1, co. 1-bis, D.lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58 (nel prosieguo, “T.u.f.”)⁷.

⁶ Al momento è oggetto di più diffusa attenzione in dottrina il primo passaggio, mentre non appare ampiamente esaminato quale sia la loro esatta qualificazione in chiave consumeristica e, di conseguenza, il regime di tutela applicabile agli aderenti che abbiano acquistato tale tipo di *token* nel contesto di un'offerta pubblica.

⁷ È noto che la categoria degli strumenti finanziari è particolarmente vasta. Basti pensare all'elencazione di cui all'Allegato I, Sezione C, T.u.f. In questa sede, si preferisce concentrare l'attenzione sulla possibilità di ricondurre i *token* di utilità ai valori mobiliari, ossia gli strumenti

In quest’ottica, ai fini qualificatori, dopo aver ripercorso i diversi indirizzi della dottrina al § 2.4.2, si riterrà utile porre al centro del problema tre questioni di fondo, ossia: se il fascio di diritti o obblighi derivanti dall’obbligazione assunta da tali *token holders* sia assimilabile a quello dei titolari dei predetti valori mobiliari (v. § 2.4.2.1); se anche per i detentori di *utility token* sussista lo stesso concreto bisogno di protezione proprio degli investitori di tali strumenti finanziari (v. § 2.4.2.2); e, ancora, se la negoziabilità di tali *assets* possa da sola determinare la qualificazione della fattispecie in parola (v. § 2.4.2.3).

È all’esito della risposta a simili interrogativi che sembra potersi effettuare una valutazione complessiva in ordine alla riconducibilità o meno dei *token* di utilità nella categoria degli strumenti finanziari suindicati.

A livello nazionale, l’esame circa la natura finanziaria dei *token* di utilità va condotto su un doppio livello, in quanto quei *token* che non siano riconducibili ad una delle sottocategorie degli strumenti finanziari potrebbero pur sempre essere ricompresi nel cerchio più esterno del sistema mobiliare, ossia nella categoria residuale di “*ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*” a norma dell’art. 1, co. 1, lett. u), T.u.f.⁸. Per la sussunzione in tale fattispecie, non sembra – benché il dato non sia pacifico, come si avrà modo di precisare al § 2.4.3 – che il prodotto sia potenzialmente negoziabile in un mercato secondario⁹, sicché neppure l’assenza di tale requisito allontana i *token* di utilità dalla possibilità di essere attratti nella suindicata categoria ed essere soggetti alla disciplina dell’offerta al pubblico di prodotti finanziari di cui all’art. 1, co. 1, lett. t), T.u.f.¹⁰ (come quella del prospetto informativo di cui all’art. 94, T.u.f., o

finanziari a cui, fra gli altri, secondo chi scrive, è possibile avvicinare maggiormente, per caratteristiche e natura, gli *assets* in questione.

⁸ Ai sensi della disposizione, come noto, si intendono per prodotti finanziari “*gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*”, mentre “*non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari*”.

⁹ Come evidenziato dalla dottrina, a distinguere gli strumenti dai prodotti finanziari è la caratteristica, *inter alia*, della potenziale negoziabilità nel mercato dei capitali dei primi e non anche necessariamente dei secondi. Sul punto cfr. G. GITTI, *Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, 1, 13 ss.

¹⁰ A norma di tale disposizione è “*offerta al pubblico di prodotti finanziari ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell’offerta e dei prodotti finanziari così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati*”. In virtù di tale disposizione, sono elementi costitutivi della fattispecie dell’offerta al pubblico, come evidenziato dalla Consob con la Comunicazione n. DTC/13038246 del 6 maggio 2013: i) “*la circostanza che l’attività abbia ad oggetto “prodotti finanziari” (per essi intendendosi, ex art. 1 co. 1 lett. u) TUF, “gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*”); ii) “*la sussistenza di una comunicazione volta a far acquistare o sottoscrivere un determinato prodotto finanziario e contenente, di conseguenza, quantomeno la rappresentazione delle caratteristiche e delle condizioni essenziali*

della promozione e collocamento a distanza di cui all'art. 32, T.u.f. o della riserva di attività *ex art. 125* del Regolamento intermediari, adottato da Consob con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018).

Da qui, occorrerà chiedersi se, a livello nazionale, la definizione di prodotti finanziari atipici intesa in senso tradizionale possa ricomprendere anche i *token* di utilità privi di una componente finanziaria: ipotesi ben probabile in quanto, benché soddisfi una funzione di consumo, la fattispecie degli *utility token* sovente implica un impiego di denaro per l'acquisto di un bene la cui trasferibilità è strettamente connessa con la tecnologia impiegata, attribuendo all'utente un (eventuale) margine di guadagno in caso di rivendita e, quindi, un (possibile) rischio correlato all'impiego del capitale; viepiù se a ciò si aggiunga che tale profilo di "rendimento" spesso viene anche enfatizzato nel *white paper* collegato all'operazione, per incentivare all'acquisto i possibili aderenti all'iniziativa.

Ciononostante, onde evitare di giungere ad una qualificazione indistinta dei *token* di utilità come "*investimento di natura finanziaria*", appare utile domandarsi se sia preferibile adottare, con specifico riguardo al settore in esame, una più risalente interpretazione di prodotto finanziario atipico adottata dalla medesima Autorità di vigilanza¹¹. Sembra infatti possibile giungere ad esiti interpretativi diversi: a) se si valorizza autonomamente l'elemento della prevalenza del connotato consumeristico (di godimento e disposizione del bene acquisito) rispetto a quello finanziario; b) e, in secondo luogo, se si distingue con maggiore chiarezza l'effettiva promessa di rendimento del proponente dall'atteso incremento di valore del capitale impiegato dell'utente.

In caso di esito negativo del tentativo ricostruttivo in chiave finanziaria e, dopo aver messo in luce i punti di distanza degli *utility token* con i *token* che esclusivamente osservano una funzione di pagamento (cfr. § 2.5), occorrerà poi dar luogo al secondo passaggio interpretativo, volto a fornire una qualificazione dei *token* qui oggetto di esame alla luce delle categorie consumeristiche (v. § 2.6). Nel percorso esegetico verso questa nuova prospettiva, assume imprescindibile importanza non perdere di vista la questione dei rimedi posti a tutela del consumatore. Ciò viepiù se si considera, come meglio sarà precisato, che la proposta MiCA appare carente sul versante rimediabile in favore dei *retail holders*, limitandosi a prescrivere in capo all'emittente l'obbligo di notifica all'Autorità competente e pubblicazione sul proprio sito *web* del relativo *white paper* (art. 4, par. 1, lett. b), c), d)), nonché l'obbligo di garantire a questi un diritto di recesso *ad nutum* entro quattordici giorni dal perfezionamento dell'acquisto di tali cripto-attività (art. 12); l'iniziativa regolamentare in parola

dello stesso"; iii) "la circostanza che la suddetta offerta sia rivolta al pubblico residente in Italia".

¹¹ Consob, Comunicazione n. DAL/97006082 del 10 luglio 1997, sia pure resa con riguardo alla legge n. 216/74 e alla legge n. 1/91.

nulla, infatti, prevede nel caso in cui il bene/servizio cui il *token* dia accesso non venga ad esistenza/non sia erogato o non sia *conforme* rispetto ai requisiti indicati nel relativo contratto o *white paper*: manca, dunque, un sistema di regole che garantisca al consumatore “*l'utilità finale della conformità del bene al contratto*”¹².

Sembra allora proficuo fornire una qualificazione che bene si attagli, da un punto di vista fenomenologico, alla categoria degli *assets* digitali e che, al contempo, garantisca – in aggiunta alla prospettata operatività degli strumenti di tutela del regolamento MiCA – dei rimedi in quei casi cui quest'ultima nulla prevede.

In quest'ottica, dopo aver fatto cenno al § 2.6.1 ai non divisibili tentativi ricostruttivi proposti in dottrina nei termini di vendita di cosa futura *ex art. 1472 c.c.* o commercializzazione a distanza di servizi finanziari a norma dell'art. 67-*bis* cod. cons., sarà utile valutare se l'offerta dei *token* di *utilità*, ove accettata, dia luogo ad un “*contratto in cui l'operatore economico fornisce, o si impegna a fornire, contenuto digitale o un servizio digitale al consumatore e il consumatore corrisponde un prezzo o si impegna a corrispondere un prezzo*”, a norma dell'art. 3, co. 1, della nuova direttiva (UE) 2019/770 del 20 maggio 2019, attuata nel nostro ordinamento con il D.lgs. n. 173 dello scorso 4 novembre 2021.

Senza voler qui anticipare i contenuti della presente indagine, giova sin d'ora chiarire che questa strada interpretativa pare la più convincente, anche per la possibilità di dar luogo ad una compresenza integrata dei rimedi di tutela applicabili al fenomeno in esame: se, in prospettiva futura, la proposta MiCA si candida a regolare, sia pure con i limiti sopra visti, gli obblighi informativi dell'emittente e il diritto di pentimento dei consumatori, la direttiva 770/2019/UE¹³, ove applicata alla materia in questione, potrebbe invece tutelarli in ordine sia all'esistenza, che alla conformità dei beni o dei servizi sottostanti a tali crypto-attività.

Ciò posto, prima di giungere ai rimedi di tutela relativi alla categoria in questione, occorrerà affrontare un ultimo problema esegetico che riguarda il mercato dei *token* di utilità: il fenomeno delle ibridazioni.

Come si vedrà al § 2.7, non poche sono le questioni sollevate dai *token* ibridi e difficile appare ricondurre ad unità ipotesi che nel concreto possono assumere caratteri molto diversi fra loro. A fronte della galassia delle ibridazioni, nel presente lavoro, sembra opportuno circoscrivere l'analisi ad alcune fattispecie, muovendo dai *token* di utilità che, in uno con i loro caratteri di consumo, combinano alternativamente elementi di investimento (§ 2.7.1) o di

¹² S. MAZZAMUTO – A. PLAIA, *I rimedi nel diritto privato europeo*, Giappichelli Editore, Torino, 2012, 72.

¹³ Come anticipato, la direttiva 770/2019/UE ha trovato attuazione nel nostro ordinamento interno con il D.lgs. n. 173 del 4 novembre 2021, che, dopo il capo I del titolo III della parte IV del codice del consumo, ha inserito il Capo I-*bis* “*Dei contratti di fornitura di contenuto digitale e di servizi digitali*”.

pagamento (§ 2.7.2), per giungere alla complicata ipotesi dei *token* che presentano tutte e tre le funzioni (§ 2.7.3). In quest'ottica, occorrerà chiedersi se debba applicarsi, in base al criterio della combinazione, la disciplina di tutti i tipi che vi risultano combinati o se, invece, in virtù di quello dell'assorbimento, unicamente la disciplina relativa al tipo che risulta prevalente.

Così prospettate le principali questioni qualificatorie, risulterà utile indagare al III capitolo quali siano gli strumenti di protezione del soggetto che aderisce all'offerta di *token* di utilità.

Sul punto, sarà posto in evidenza che, ormai da tempo, è stata messa in discussione l'utilità degli obblighi informativi a carico dell'operatore economico ai fini della tutela degli oblati e, ciononostante, il legislatore europeo intende fondare la loro protezione sulla pubblicazione di un *white paper*, rendendo così attuali i noti dibattiti che erano sorti in tema di prospetto informativo (v. §§ 3.2, 3.2.1, 3.2.1.1). Sarà anche precisato al § 3.2.1.2 che questo profilo non va enfatizzato, giacché, in ragione della funzione di consumo degli *utility token* e della modalità della loro vendita, altri obblighi informativi per l'operatore economico potrebbero comunque discendere dalla disciplina euro-unitaria sui contratti a distanza *ex art. 6* della direttiva 2011/83/UE.

Apparirà utile volgere l'attenzione piuttosto su uno dei principali "limiti" della proposta MiCA in materia, ossia l'allocatione dell'onere probatorio in capo al consumatore per la "responsabilità da *white paper*", anche in difetto di un controllo *ex ante* sul documento preliminare all'offerta (cfr. §§ 3.2.2 e 3.2.3).

Converrà inoltre mettere in luce se, nei casi non (ancora) coperti dall'iniziativa regolamentare, il consumatore possa invocare il diritto di recesso dal contratto *ex art. 9*, dir. 2011/83, o se invece il relativo acquisto debba essere ricondotto in una delle eccezioni al diritto di pentimento (come quella di cui all'art. 16, lett. b, della suindicata direttiva, prevista per la fornitura di beni o servizi il cui prezzo è legato a fluttuazioni nel mercato finanziario, o quella *ex art. 16*, lett. m, per la fornitura di contenuto digitale eseguita con l'accordo espresso di rinuncia a tale diritto).

Peraltro, andrà sottolineato che la disciplina del diritto di recesso della proposta MiCA ricalca a grandi linee quella degli artt. 9 e ss. della direttiva 2011/83/UE, sia pure discostandosi su diversi profili evidenziati al § 3.4; ancora, andrà considerato che la stessa esclude tale facoltà, tra l'altro, "*se le crypto-attività sono ammesse alla negoziazione su una piattaforma di negoziazione di crypto-attività*" prima dell'acquisto dell'aderente (art. 12, par. 4), ipotesi che mira ad evitare che il rischio della fluttuazione del valore del *token* acquistato sia in definitiva allocato in capo al professionista, mediante l'esercizio del diritto di recesso da parte del primo in tutti quei casi in cui lo stesso dovesse deprezzarsi, riflettendo, com'è evidente, la medesima logica sottesa all'art. 16, lett. b) della direttiva 2011/83/UE; in quest'ottica, se apparirà condivisibile non determinare lo spostamento di tale rischio in capo all'emittente, andrà anche

tenuto in considerazione che il *token* di utilità, ancorché idoneo alla circolazione, mantiene comunque una componente di consumo di fondo; dettaglio del tutto trascurato dalla disposizione in esame.

Occorrerà altresì valutare se possa approntarsi un regime di tutela in ordine alla sussistenza e alla conformità dei beni/servizi sottostanti ai *token* di utilità forniti agli aderenti: come si vedrà, la qualificazione di tali *assets* come contenuti/servizi digitali alla stregua della direttiva 770/2019/UE potrebbe attribuire ai consumatori, nel caso di mancata fornitura del contenuto digitale (v. § 3.5.1), la facoltà di recedere e, nelle ipotesi di difetto di conformità, il diritto al ripristino di tale requisito o, in via subordinata, alla riduzione del prezzo o alla risoluzione del contratto (v. § 3.5.2).

Al di là dei rimedi sopra visti, andrà precisato, infine, che la legislazione comunitaria, diretta a garantire i consumatori nelle relazioni con soggetti che esercitano attività d'impresa, sembra rimanere applicabile al fenomeno in questione, sicché le offerte di tali *token* – ivi incluse le operazioni “esenti” dalla redazione del *white paper* – potranno essere ritenute obbligate al rispetto della legislazione sulle clausole abusive e sulle pratiche commerciali scorrette, come si vedrà rispettivamente ai §§ 3.7 e 3.6. Anche in quest'ultimo caso, sarà di fondamentale importanza tenere in considerazione i pronunciamenti delle Autorità che hanno esaminato la materia; l'analisi dei singoli casi concreti, quasi imitando l'approccio di studio degli ordinamenti di *common law*, proverà ad accompagnare le questioni di volta in volta sollevate dai temi qui affrontati; del resto, soltanto quando scende dal mondo delle astrazioni e si concreta anche nelle parole dei giudici e dei *regulators*, il diritto dismette i panni dell'ipotesi e diviene regola vivente.

OFFERTA AL PUBBLICO DEI TOKEN DI UTILITÀ

1.1 Le *Initial Coin Offerings* quale nuova modalità di raccolta di capitali: l'evoluzione del fenomeno

Le note difficoltà che le piccole e medie imprese sovente incontrano nell'approvvigionamento di risorse, in uno con la crisi economica degli ultimi tempi, hanno condotto quelle con più accentuata capacità tecnologica ad accedere a nuovi canali di finanziamento della propria attività imprenditoriale.

Sotto tale aspetto, le *Initial Coin Offerings* (di seguito anche “*ICOs*”) rappresentano una nuova modalità di raccolta di capitali fra il pubblico, basata sull'impiego della tecnologia *blockchain* (o, più in generale, di sistemi di *Distributed Ledger Technology*). Senza l'ausilio dei tradizionali intermediari, tali operazioni consentono infatti ad imprenditori individuali, società o altri *network* di sviluppatori di rivolgersi al pubblico, offrendo in vendita *crypto-assets* da loro creati (nel prosieguo anche “*token*”) in cambio di moneta avente corso legale o di altre criptovalute, al fine di finanziare progetti imprenditoriali di vario tipo¹⁴.

Tuttora non esiste una definizione normativa di tale nuova modalità di raccolta di capitale. La proposta di Regolamento UE “*MiCA*” dello scorso 24 settembre 2020 diretta ad introdurre una disciplina dei “mercati delle cripto-attività” non contiene una definizione del fenomeno, concentrando invece l'attenzione sull'oggetto dell'offerta (i *token*), secondo le differenze tassonomiche più avanti precisate.

L'incertezza regolamentare che ha caratterizzato tale nuova modalità di finanziamento sembra aver contribuito, a partire dalla prima operazione avvenuta nel 2013 con l'offerta al pubblico di *MasterCoins*, ad una sua iniziale crescita esponenziale. I dati raccolti dallo studio “*Advice to ESMA. Own Initiative Report*

¹⁴ Benché non sia specifico oggetto del presente studio, va evidenziato che quello della natura dell'emittente è un profilo carico di implicazioni giuridiche, anzitutto sotto l'aspetto del diritto societario. Si pensi al modello “*Decentralized Autonomous Organization*” (DAO), assunto da alcuni *network* di sviluppatori, che dà luogo ad un'entità associativa, con finalità di investimento, non riconducibile ad una delle categorie societarie tipiche; del pari, a seconda della natura del *token* (di investimento), come ad esempio quale strumento finanziario partecipativo (art. 2346, ult. co., c.c.) o titolo di debito (art. 2483 c.c.), si potrebbero avere conseguenti implicazioni in ordine al *modello societario* che l'emittente dovrebbe adottare, nonché ai limiti procedurali e sostanziali previsti dalla relativa disciplina.

Sul punto, fra i numerosi studi, valga in rinvio a N. ABRIANI – G. SCHNEIDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell'informazione. IT, Corporate governance e Corporate Social Responsibility*, in *Riv. soc.*, 2020, 5, 1326; R. LENER – S.L. FURNARI, *Modelli organizzativi alla prova delle nuove tecnologie. Prime riflessioni su DAO e i principi generali del diritto dell'impresa*, Paper presentato al XII Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale “Orizzonti del Diritto Commerciale”, 2021; G. NUZZO, *Impresa e società nell'era digitale (appunti)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, 3, 417 ss.; C. SANDEI, *L'offerta iniziale di cripto-attività*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2022, 135 ss.

on *Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*”¹⁵, pubblicato il 19 ottobre 2018 dal *Securities and Markets Stakeholder Group* (ESMA), ne hanno danno il senso della dimensione.

La capacità di raccogliere ingenti somme di denaro, con tali modalità e in poco tempo, ha però suscitato l’interesse di molte istituzioni europee ed autorità nazionali di vigilanza dei mercati (inclusa quella italiana). Ciò perché, fra l’altro, negli ultimi anni, a trovare particolare diffusione nei mercati dei *crypto-assets* sono stati i *token di utilità* che, a fronte del pagamento per il loro acquisto, attribuiscono al relativo detentore il diritto di fruire di beni o servizi forniti dall’emittente e, spesso, la facoltà di negoziarne il valore presso piattaforme di scambio a ciò adibite (c.d. *exchanges*); se si aggiunge che, nell’ambito di tali offerte al pubblico, tali valori digitali possono essere emessi anche in modo standardizzato e formare una “classe di titoli” con determinate qualità, allora risulta fondato il sospetto che gli stessi possano ricadere nella categoria dei “*transferable securities*” di cui all’art. 4, co. 1, n. 44, MiFID II o, a livello nazionale, in quella più generale di “*ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*” a norma dell’art. 1, co. 1, lett. u), T.u.f.

Anche a livello internazionale, alcune Autorità, come quelle cinesi e sudcoreane, ne hanno vietato l’impiego¹⁶, altre invece, come la statunitense *Securities and Exchange Commission* (“SEC”), hanno ricondotto i *token* emessi, in applicazione dell’*Howey Test*¹⁷ già elaborato dalla Corte Suprema statunitense nel 1946¹⁸, nella categoria degli “*investment contract*” a norma del Securities Act del 1933, Section 2 (a)(1) (sul punto v. § 2.3).

A seguito di tali approcci, negli ultimi anni, la crescita imponente di tale nuova modalità di finanziamento dell’attività d’impresa, che inizialmente pareva collocarsi in un vuoto regolamentare, sembra invece essersi arrestata¹⁹.

¹⁵ Lo studio è consultabile al sito <https://www.esma.europa.eu/>.

¹⁶ Ciò anche perché si è ritenuto che le stesse siano impiegate per aggirare i limiti imposti all’esportazione di capitali: in quest’ottica, infatti, i *token* sono stati qualificati come moneta ed è stato vietato a tutte le istituzioni finanziarie di fornire servizi correlati a tale fenomeno. Sul punto v. A. GURREA-MARTINEZ–N.R. LÉON, *The law and Finance of Initial Coin Offerings*, in *Cryptoassets, Legal, Regulatory, and Monetary Perspectives*, New York, Oxford University press, 2019, 118 ss.; S. BRUNO, *Le iniziali coin offerings in una prospettiva comparatistica*, in *Riv. not.*, 2018, II, 1307 e ss.; A. M. GAMBINO – C. BOMPRESZI, *Blockchain e criptovalute*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, opera diretta da G. FINOCCHIARO e V. FALCE, Zanichelli Editore, Bologna, 2019, 275 e ss.

¹⁷ Cfr. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), (SEC), *Report of Investigation Pursuant to Section 21 (a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO*. Release No. 81207, 25 luglio 2017, in <https://www.sec.gov/>.

¹⁸ V. Corte Suprema degli Stati Uniti, *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 301, (1946).

¹⁹ Si vedano i dati di cui al sito <https://www.coininsider.com/>, secondo i quali, al momento della consultazione, nel 2021, con 136 ICOs, sono stati raccolti \$ 1,378,291,841,656; nel 2020, attraverso 121 operazioni, \$ 27,824,295,817, mentre, nel 2019, mediante 474 operazioni, \$ 345,762,932,212; ciò a fronte, dei \$ 13,558,667,977,677, raccolti nel 2018 con 1602 ICOs. Si tratta comunque di dati di tutto rilievo, ancor più se messi a raffronto con altri

Inoltre sembra aver inciso in negativo sulla diffusione di questo fenomeno la più recente evoluzione tecnologica, che ne ha trasformato i caratteri, dando luogo alle c.d. *Initial Exchange Offering* (o più brevemente *IEOs*), una forma di raccolta di capitali fra il pubblico, non più effettivamente disintermediata, ma condotta tramite piattaforme per l'offerta di *crypto-assets*, nonché alle *Security Token Offerings* (o anche "*STOs*"), ossia ad offerte di strumenti finanziari, sia pure in forma tokenizzata, in conformità alla relativa disciplina vigente nei Paesi in cui sono diffuse.

Ciononostante, le *ICOs* occupano ancora uno spazio importante nel settore dei *crypto-assets*, anzitutto per aver dato vita ad un mercato attorno al quale gravitano una pluralità di soggetti (le PMI, i promotori, le agenzie di *rating* specializzate, gli "acceleratori" di *ICOs*, gli investitori interessati e così via)²⁰ e, in secondo luogo, perché la regolazione dell'oggetto di tali offerte da parte della proposta MiCA (di prossima entrata in vigore), sia pure colma di lacune e profili controversi, potrà senz'altro incoraggiare e dar luogo ad una nuova spinta nello sviluppo di questo fenomeno.

1.2 Le tecnologie sottese all'operazione: a) la *blockchain*

Prima di esaminare le distinte fasi in cui può suddividersi l'operazione di raccolta di capitali tramite offerta pubblica di *crypto-assets*, giova qui soffermarsi brevemente sulle innovazioni tecnologiche su cui essa si basa e che ne hanno reso possibile lo sviluppo.

Come anticipato, al centro dell'operazione è posta la tecnologia dei registri distribuiti (*blockchain*) che permette, secondo le proprie regole di funzionamento, la creazione, l'archiviazione e la circolazione dei *token*, ossia di tali nuovi valori immateriali che assumono la forma di una stringa alfanumerica.

Il nostro ordinamento, com'è noto, ha fornito una definizione normativa di tale infrastruttura all'art. 8-ter, co. 1, del D.l. n. 135 del 14 dicembre 2018 (convertito in legge dall'art. 1, co. 1, della L. n. 12 del 11 febbraio 2019²¹), disponendo che "*si definiscono tecnologie basate su registri distribuiti le tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetturealmente decentralizzato su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l'aggiornamento e l'archiviazione di dati sia in chiaro che ulteriormente protetti*

fenomeni come la piattaforma di *reward-based crowdfunding* Kickstarter che ha raccolto 3,6 miliardi di dollari dal 2009 al 2018. Cfr. su quest'ultimo punto PIRANI P.P., *Gli strumenti della finanza disintermediata: Initial Coin Offering e blockchain*, in AGE, 2019, 1, 327.

²⁰ Cfr. L. FERRAIS, *Le Initial Coin Offerings: fattispecie in cerca d'autore*, in *Fintech*, a cura di M.T. PARACAMPO, Giappichelli, Torino, 2, II, 2019, 270.

²¹ Per un primo commento cfr. C. BOMPRESZI, *Commento in materia di Blockchain e Smart contract alla luce del nuovo Decreto Semplificazioni*, 2019, in *www.dimt.it*.

da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili”²².

Al di là dei noti rilievi critici mossi alla vaghezza della disposizione²³, è stato sottolineato in dottrina come l’innovazione in parola segna un momento di fondamentale avanzamento tecnologico per la possibilità di scambiare e far circolare rapidamente nuove rappresentazioni di valori, senza la necessità che le relative transazioni²⁴ siano validate da un’autorità centrale²⁵ di natura pubblica o para-pubblica²⁶: ciò perché la *blockchain* dà vita ad un archivio digitale – e distribuito fra una rete di *computers* – in grado di memorizzare dati ordinati cronologicamente (o, meglio, transazioni o scambi di valore²⁷), in modo sicuro, permanente e senza l’utilizzo di un *server* centrale²⁸.

²² Sul fenomeno cfr. il Report di ESMA “*The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets*” (Report DLT) del 7 febbraio 2017, nel quale si legge che “*Distributed ledgers - sometimes known as ‘Blockchains’ - are essentially records, or ledgers, of electronic transactions, very similar to accounting ledgers*”. Il report mette in luce che, nei mercati finanziari, è più facile che si diffondano sistemi DLT ad accesso riservato. Del pari, si sottolinea che le innovazioni digitali rappresentano un’importante occasione di sviluppo dei mercati. Per un commento su tale Report cfr. F. ANNUNZIATA, *Distributed Ledger Technology e mercato finanziario: le prime posizioni dell’ESMA*, in *Fintech, Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di M.T. PARACAMPO, Giappichelli, Torino, 2017, 329 ss.

Al Report ha fatto seguito la Risoluzione del Parlamento europeo del 3 ottobre 2018 dal titolo “*Tecnologie di registro distribuito e blockchain: creare fiducia attraverso la disintermediazione*” che sottolinea, fra l’altro, come “*la DLT riduce i costi di intermediazione in un ambiente di fiducia tra le parti di una transazione e consente scambi di valore tra pari suscettibili di rafforzare l’autonomia dei cittadini, destrutturare i modelli tradizionali, migliorare i servizi e ridurre i costi lungo le catene del valore in un’ampia gamma di settori chiave*”.

²³ Per una critica a tale definizione e a quella di *smart contract* di cui all’art. 8-ter, co. 2, del d.l. n. 135 del 2018, convertito con L. n. 12 del 2019 cfr. DE CARIA R., *Blockchain and Smart Contracts: Legal Issued and Regulatory Responses Between Public and Private Economic Law*, in *The Italian Law Journal*, 2020, vol. 06, No. 01, 363 ss.

²⁴ Sulle transazioni dei *token* basate sul meccanismo delle chiavi pubbliche e private, cfr. M. FROMBERGER, *The Blockchain technology*, in P. MAUME – L. MAUTE – M. FROMBERGER, *The Law of Crypto Assets, A Handbook*, Verlag C.H.Beck, München, 2022, 6.

²⁵ Il meccanismo di operatività riflette l’idea lanciata nel manifesto di SATOSHI NAKAMOTO, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, in <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, nella parte in cui si afferma “*È dunque necessario un sistema di pagamento elettronico basato su prova crittografica invece che sulla fiducia, che consenta a due controparti qualsiasi negoziare direttamente tra loro senza la necessità di una terza parte di fiducia*”.

²⁶ Sul punto v. M. BELLEZZA, *Blockchain in Fintech, Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di M.T. PARACAMPO, Giappichelli, Torino, 2017, 311.

²⁷ Cfr. M. IANSITI – K.L. LAKHANI, *The truth about blockchain*, in *Harvard Business Review*, 2017, 1 ss.; GUPTA V., *The promise of Blockchain Is a World Without Middlemen*, in *Harvard Business Review*, 6 marzo 2017, in <https://hbr.org>.

²⁸ I settori in cui può trovare applicazione la tecnologia in parola sono i più vari. Per una sua applicazione in materia di diritto d’autore v. G. NOTO LA DIEGA – J. STACEY, *Can Permissionless Blockchains be Regulated and Resolve Some of the Problems of Copyright Law?*, in RAGNEDDA M. – DESTEFANIS G., *Blockchain and Web 3.0: Social, Economic, and Technological Challenges*, Abingdon, Routledge, 2019.

In quest’ottica, giova evidenziare che la tecnologia impedisce la doppia spendita del medesimo valore in due o più distinte transazioni (c.d. *double spending*), una volta che occorre rispettare i “meccanismi di consenso”²⁹ propri della rete, prima che una transazione possa essere validamente aggiunta all’archivio distribuito³⁰.

Inoltre, la sicurezza del sistema deriva dal fatto che ciascuna unità fondamentale della rete (i c.d. “blocchi”) contiene le informazioni sulle transazioni già avvenute (identificate con una stringa alfanumerica – c.d. “*hash*” – che riporta, fra l’altro, anche l’*hash* del blocco precedente)³¹: tale caratteristica implica che ogni tentativo di manomissione unilaterale “spezzerebbe” la successione regolare della catena di blocchi, rendendosi palese per la difformità con le altre “copie” del registro conservate dai partecipanti al sistema.

Da qui, dunque, i caratteri evidenziati in dottrina della *trasparenza* del sistema per la possibilità di ciascun utente di accedere alle informazioni ivi contenute, dell’“*immodificabilità unilaterale*”³² da parte del singolo utente, della conseguente *tracciabilità*³³ delle transazioni intervenute e della *affidabilità* per le evidenze crittografiche su cui si basa l’infrastruttura tecnologica³⁴.

²⁹ Il più noto meccanismo di consenso è la “*Proof-of-Work*” che consiste in una complessa operazione di calcolo ad alta intensità energetica, per la cui soluzione, i nodi della *blockchain* (i c.d. *miners*) si sfidano, ottenendo, in termini di ricompensa, un *asset* digitale: chi per primo riesce a risolvere il quesito matematico acquisisce il diritto di aggiungere un nuovo blocco nell’archivio distribuito. Stante la dissipazione energetica, è stato da più parti sollevato un problema di sostenibilità ambientale e suggerito di impiegare altri meccanismi di consenso come la “*Proof-of-Stake*” che, diversamente dal primo, non si basa sulla risoluzione di quesiti matematici. Per un approfondimento della questione, v. K.J. O’Dwyer – D. Malone, *Bitcoin Mining and its Energy Footprint*, in <https://www.researchgate.net/>.

³⁰ Si tratta di una soluzione di particolare importanza per la facile possibilità, stante l’immaterialità del codice alfanumerico, di impiegarlo più volte in rapporti giuridici distinti.

Per una chiara distinzione tra i sistemi di *DLT* e di *blockchain*, nonché tra questi e i *database* distribuiti, cfr. P. Gallo, *DLT, blockchain e smart contract*, in *Diritto del Fintech* a cura di M. Cian – C. Sandei, Cedam, Padova, 2020, 137 ss.

³¹ Si ritiene esistano almeno tre tipologie di *blockchain*: i) quella pubblica in cui ciascun utente, senza la necessità di ottenere qualsiasi tipo di autorizzazione, può accedere al sistema, prendere parte al processo di validazione delle transazioni e provvedere all’aggiunta di un nuovo blocco (c.d. *permissionless*); ii) quella privata in cui l’accesso alla rete è subordinato alla registrazione e all’identificazione da parte di un gruppo di comando che mantiene la possibilità di accesso, controllo e aggiunta delle transazioni nel registro distribuito (c.d. *permissioned*). Esistono anche, nell’intento di sfruttare al meglio le potenzialità dell’innovazione, modalità miste (c.d. *consortium blockchain*), che fondano il meccanismo di consenso sulle adesioni di particolari soggetti partecipanti alla rete. Per una più ampia analisi delle diverse forme di registro distribuito cfr. G. Arcella – M. Manente, *op.cit.*, 28; M. Bellezza, *op.cit.*, 313; M. De Mari, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offering (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, *cit.*, 275.

³² Così A. M. Gambino – C. Bompreszi, *op.cit.*, 269.

³³ Per una più ampia riflessione sul tema della tracciabilità e della trasparenza connesse alla tecnologia in questione cfr. G. Arcella – M. Manente, *Le criptovalute e le loro contraddizioni: tra rischi di opacità e di eccessiva trasparenza*, in *Notariato*, 2020, 1, 23 ss.

³⁴ La letteratura sui meccanismi di funzionamento e sulle caratteristiche della *blockchain* è vastissima. Cfr., fra i tanti, P. Hacker – C. Thomale, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *ECFR*, 2018,

1.2.1 (segue): b) e gli *smart contract*

L'effetto dirompente in punto di innovazione si realizza allorché ad operare, in uno con la tecnologia degli archivi distribuiti, siano i *software* (noti anche come “*smarts contract*”³⁵) sviluppati per dare esecuzione ad un contratto già stipulato tra due parti.

Degli *smart contract*³⁶ ha altresì fornito una definizione il legislatore all'art. 8-ter, co. 2, del D.L. 14 dicembre 2018 n. 135 citato, chiarendo che questi

654 ss.; R. T. AINSWORTH – M. ALWOHAIBI, *Blockchain, Bitcoin, and VAT in the GCC: The Missing Trader Example*, in *Boston University School of Law, Law & Economics*, Paper No. 17-05, 2017; A. ALÙ, *Blockchain, le principali normative nazionali al mondo*, Agenda Digitale, 19 February 2019, in tinyurl.com; M. ATZORI, *Tecnologia blockchain e governance decentralizzata: lo Stato è ancora necessario?*, in <http://papers.ssrn.com>; R. BATTAGLINI – M.T. GIORDANO, *Blockchain e smart contract*, Milano, Giuffrè, 2019; S. BLEMUS, *Law and Blockchain: A Legal Perspective on Current Regulatory Trends Worldwide*, in *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, 2017, n. 4; C. BOMPRESZI, *Implications of Blockchain-Based Smart Contracts on Contract Law*, in *Luxemburger Juristische Studien-Luxembourg Legal Studies*, Nomos, Faculty of Law, Economics and Finance University of Luxembourg, 2021, vol. 23; J. D. CAYTAS, *Blockchain in the U.S. Regulatory Setting: Evidentiary Use in Vermont, Delaware, and Elsewhere*, 2017, in <https://ssrn.com>; B. CAPPIELLO – G. CARULLO, *Blockchain, Law and Governance*, Springer Nature Switzerland AG, Springer Cham, 2021; A. CONTALDO – F. CAMPARA, *Blockchain, criptovalute, smart contract, industria 4.0. Registri digitali, accordi giuridici e nuove tecnologie*, Pacini Giuridica, Pisa, 2019; P. CUCCURU, *Blockchain ed automazione contrattuale. Riflessione sugli smart contracts*, in *NGCC*, 2017, 2,107; P. DE FILIPPI – A. WRIGHT, *Decentralized Blockchain Technology and the Rise of Lex Cryptographia*, in <http://tinyurl.com>; M. FAIOLI – E. PETRILLI – D. FAIOLI, *Blockchain, contratti e lavoro. La rivoluzione del digitale nel mondo produttivo e nella PA*, in *Econ. & lav.*, 2016, 2,145; E. FRANZA, *Nuove modalità di finanziamento: la blockchain per startup e piccole e medie imprese. Rischi e possibili vantaggi*, in *Dir. bancario*, Maggio 2019; L. HASHIMY – P. SANDNER, *The impact of Financial Regulation on the Development of Distributed Ledger Technology (DLT) Firms*, in <http://academia.edu>; H. KARAVAND – N. KOST DE SEVRES, *The Blockchain Revolution: an Analysis of Regulation and Technology Related to Distributed Ledger Technologies*, in <http://ssrn.com>; F. MORELLO, *Blockchain nei servizi finanziari rivolti ai consumatori. Statuto civilistico e regolazione dei rapporti generati dai 'registri distribuiti'*, in E. NAVARRETTA – L. RICCI – A. VALLINI, *Il potere della tecnica e la funzione del diritto: un'analisi interdisciplinare di blockchain*, vol. II, Torino, Giappichelli Editore, 2021, 37 ss.; F. SARZANA DI S. IPPOLITO – M. NICOTRA, *Diritto della blockchain, intelligenza artificiale e IoT*, Ipsoa, Milano, 2018.

³⁵ Per un più dettagliato approfondimento sul funzionamento dello *smart contract*, cfr., tra i tanti, R. DE CARIA, *Blockchain and Smart Contracts: Legal Issued and Regulatory Responses Between Public and Private Economic Law*, *op.cit.*, 363 ss.; M. CAVALLO – M.L. MONTAGNANI, *L'industria finanziaria tra Fintech e Techfin: prime riflessioni su blockchain e smart contract*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, opera diretta da G. FINOCCHIARO e V. FALCE, Bologna, Zanichelli Editore, 2019, 329; M. MANENTE, *Blockchain: la pretesa di sostituire il notaio*, in *Notariato*, 2016, 217 ss.; P. CUCCURU, *Blockchain ed automazione contrattuale. Riflessioni sugli smart contract*, in *NGCC*, 2017, II, 110 ss.; L. PAROLA – P. MERATI – G. GAVOTTI, *Blockchain e smart contract: questione giuridiche aperte*, in *Contr.*, 2018, 681 ss.; S. CAPACCIOLI, «*Smart Contracts*»: *traiettoia di un'utopia divenuta attuabile*, in *Cyberspazio e diritto*, 2016, 25; ID, *Smart contract: nuovi orizzonti del fintech*, 2016 in *Quot. Giur.*

³⁶ Cfr. J. MADIR, *Smart contracts*, in *Fintech. Law and Regulation*, 2° ed., a cura di J. MADIR, Cheltenham-Northampton, Elgar Financial Law and Practice, 2021, 175, che evidenzia

costituiscono dei “programm(i) per elaboratore che opera(no) su tecnologie basate su registri distribuiti e la cui esecuzione vincola automaticamente due o più parti sulla base di effetti predefiniti dalle stesse”³⁷.

Benché non sia pacificamente condiviso in dottrina³⁸, anche in ragione dell'approssimazione e della vaghezza della disposizione, sembra potersi affermare che lo *smart contract* non sia una nuova figura contrattuale, ma uno strumento informatico che, operando su tecnologie basate su registri distribuiti, dà automatica esecuzione ad un contratto stipulato *prima* dalle parti³⁹, “riscritto” in seguito in linguaggio informatico⁴⁰ secondo la logica “*if-then*”⁴¹, e aggiunto come blocco nell’archivio, così da divenire verificabile, unilateralmente immodificabile e permanente nel tempo.

La definizione normativa testé citata sembra infatti cogliere l’aspetto più innovativo dell’impiego delle nuove tecnologie, ossia il loro incidere attraverso un programma per elaboratore nella gestione di un rapporto contrattuale e il loro vincolare automaticamente⁴² due o più parti sulla base di effetti predefiniti dalle stesse.

come “*Smart contracts have the potential to increase commercial efficiency, lower transaction and legal costs, and increase transparency*”.

³⁷ La disposizione, peraltro, specifica che “*gli smart contract soddisfano il requisito della forma scritta previa identificazione informatica delle parti interessate, attraverso un processo avente i requisiti fissati dall’Agenzia per l’Italia digitale*”, da adottare con apposite linee guida. La stessa è stata definita da una parte della dottrina (v. U. PIATTELLI, *op.cit.*, 221) “*superflua*”, in quanto lo *smart contract* costituisce un documento informatico già definito all’art. 20, co. 1-*bis*, del Codice dell’amministrazione digitale.

³⁸ Secondo un primo indirizzo, gli *smart contracts* sono veri e propri “*contratti, al cui perfezionamento si può giungere anche secondo gli schemi tradizionali di conclusione dell’accordo*”. Così cfr. D. DI SABATO, *Gli smart contracts: robot che gestiscono il rischio contrattuale*, in *Contr. e impr.*, 2017, 2, 378 ss. Altro condivisibile orientamento ritiene invece che siano strumenti idonei a dare esecuzione ad una volontà espressa in un precedente accordo contrattuale. A sostegno di tale indirizzo, si v., fra i tanti, R. DE CARIA, *Blockchain and Smart Contracts: Legal Issued and Regulatory Responses Between Public and Private Economic Law*, cit., 367. Per una disamina dei due orientamenti in campo v. F. FAINI, *Blockchain e diritto: la «catena del valore» tra documenti informatici, smart contracts e data protection*, in *Resp. civ. prev.*, 1, 2020, 297 ss.; M. GIACCAGLIA, *Considerazioni su blockchain e smart contracts (oltre le criptovalute)*, in *Cont. impr.*, 2019, 3, 241, ss. Sul tema cfr. anche U. PIATTELLI, *op.cit.*, 221; G. FINOCCHIARO, *Il contratto nell’era dell’intelligenza artificiale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2018, 441-460; A. DAVOLA – R. PARDOLESI, *Smart contract: lusinghe ed equivoci dell’innovazione purchessia*, in *Foro it.*, 2019, 195 ss.

³⁹ Sull’interazione delle regole giuridiche con le regole informatiche si v. L. LESSING, *Code Is Law. On Liberty in Cyberspace*, Harvard Magazine, in <https://www.harvardmagazine.com/>.

⁴⁰ A tal fine, di regola, sono seguiti gli *standards* dell’ERC20 di *Ethereum*. Va, inoltre, messo in evidenza che il profilo della “*riscrittura*” in linguaggio informatico dà luogo a notevoli problemi come quello della traducibilità e della comprensibilità delle clausole contrattuali in linguaggio informatico. Sul punto, cfr. U. PIATTELLI, *op.cit.*, 216-218.

⁴¹ Può essere previsto un numero indefinito di clausole che stabiliscono, in un dato momento e tenendo conto delle circostanze concrete (*if*), il contenuto delle prestazioni delle parti (*then*).

⁴² Il tema dell’automatizzazione dei rapporti contrattuali e quello della tutela della parte contrattuale “più debole” è di non recente emersione. Si veda A.M. GAMBINO, *L’accordo telematico*, Giuffrè, Milano, 1997, 83 il quale, nell’evidenziarne i rischi per il consumatore,

La modalità esecutiva e lo svolgimento del rapporto contrattuale sono infatti interamente affidati, mediante appositi algoritmi, ad un programma informatico che, al verificarsi di date condizioni pattuite dalle parti (*if*), prevede specifiche conseguenze (*then*), senza che le stesse possono sottrarsi⁴³: per un esempio sulle sue modalità operative, si può pensare ad uno *smart contract* che, alla consegna del bene venduto e del trasferimento degli *utility token* che lo rappresentano (*if*), attiverà la consegna delle criptovalute in pagamento (*then*)⁴⁴.

Va però precisato che rimangono comunque le parti a definire le regole che governano il rapporto contrattuale, affidandone l'esecuzione ad un *software*, soprattutto nelle fattispecie dei rapporti di durata, ad esecuzione continuata, periodica o differita⁴⁵, in cui il profilo più delicato attiene proprio alla gestione delle c.d. sopravvenienze⁴⁶, ossia di tutte quelle circostanze che possono verificarsi, incidendo sull'equilibrio del contratto. In tal modo, dunque, lo svolgimento del rapporto è sottratto all'incertezza delle decisioni delle parti e soprattutto all'alea che nasce dalla devoluzione all'autorità giudiziaria delle controversie che possono insorgere al verificarsi di eventi sopravvenuti.

In virtù di tali caratteri, i predetti *software*, in uno col registro distribuito, sono particolarmente adatti a dare automatica esecuzione a clausole contrattuali standardizzate⁴⁷ e, dunque, ad essere impiegati nel fenomeno delle offerte al pubblico di *crypto-assets*⁴⁸, perché riducono le trattative tra le parti, consentono una più ampia tracciabilità delle informazioni e agevolano l'esecuzione

precisa “così come i supermercati e la merce esposta appartengono a chi l'ha creata e questi ne determina in prevalenza il regolamento, anche nel mondo elettronico, il contesto è regolamentato da chi l'ha creato e di ciò il consumatore ne è consapevole: se si «entra», vanno seguite le regole decise dal padrone di casa (...) se non si vuole «rischiare» è preferibile allora non addentrarsi”; si v. pure N. IRTI – E. SEVERINO, *Dialogo su diritto e tecnica*, Bari-Roma, Laterza, 2001. Sul punto giova altresì richiamare il dialogo autorevolmente sostenuto da un lato, da G. OPPO, *Disumanizzazione del contratto?*, in *Riv. dir. civ.*, 1998, I, 525 e, dall'altro, da N. IRTI, “E' vero ma...” (replica a Giorgio Oppo), in *Riv. dir. civ.*, 1999, I, 273; ID., *Scambi senza accordo*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1998, I, 347.

⁴³ Per una distinzione tra *smart contract* puri e ibridi o ancillari cfr. M. BELLEZZA, *op.cit.*, 323.

⁴⁴ Cfr. D. FAUCEGLIA, *Il problema dell'integrazione dello smart contract*, cit., 591 ss.

⁴⁵ Cfr. sul punto D. DI SABATO, *op.cit.*, 378 ss.

⁴⁶ In tema di gestione delle sopravvenienze nei rapporti contrattuali cfr. V. ROPPO, *Il contratto*, in *Tratt. dir. priv.*, a cura di G. IUDICA – P. ZATTI, Milano, Giuffrè, 2011, 943; F. MACARIO, *Le sopravvenienze*, in *Tratt. del contratto*, diretto da V. ROPPO, vol. V, 2, Milano, Giuffrè, 2006, 498 ss.

⁴⁷ Cfr. E. BATELLI – E.M. INCUTTI, *Gli smart contract nel diritto bancario tra esigenze di tutela e innovativi profili di applicazione*, in *Contr. impr.*, 2019, 3, 933.

⁴⁸ Cfr. P. HACKER – I. LIANOS – G. DIMITROPOULOS – S. EICH, *Regulating Blockchain, Techno-Social and Legal Challenges*, Oxford, Oxford University Press, 2019, 3, i quali sottolineano come le ICOs “challenge the traditional (investment) banking model and may, over time, lead to a transformation of the way retail and corporate customers bank, invest, and consume”.

dell'accordo negoziale senza possibilità di modifica dopo il suo perfezionamento⁴⁹.

1.3 Le fasi dell'operazione

È frequente che le offerte al pubblico di *utility token* e, più in generale, di crypto-attività si snodino attraverso quattro diverse fasi: i) il *white paper*; ii) la *pre-ICO*; iii) l'offerta; iv) e l'attività di *listing*.

i) **White paper.** Il primo momento dell'operazione di sollecitazione in parola è corredato da un'attività di *marketing*, condotta attraverso diversi canali (forum, social media, chat private) e tramite la pubblicazione sul sito internet del proponente di un *white paper*, contenente anzitutto la descrizione di un progetto imprenditoriale da finanziare con il capitale raccolto dalla sollecitazione⁵⁰. In mancanza di una disciplina positiva, la pubblicazione di un documento informativo preliminare all'offerta è tuttora volontaria. Ciononostante, nel mercato delle *initial coin offerings*, sembra costituisca la normalità⁵¹ far precedere le offerte dalla pubblicazione di tale documento⁵², tanto da ritenersi che essa sia proprio una fase, la prima per l'appunto, dell'operazione.

L'assenza di una disciplina che ne standardizzi i tempi, la forma e il contenuto ha fatto sì che nella prassi il *white paper* assumesse le connotazioni più varie, anche in termini di quantità e qualità delle informazioni diffuse. È stato però messo in evidenza che, sul piano dei contenuti, generalmente esso riporta una descrizione dettagliata del progetto che l'emittente vuole finanziare (come, per esempio, il suo scopo, le analisi di mercato condotte, i *business cases*, i tempi e le fasi dell'operazione o la destinazione dei proventi), le indicazioni sulle

⁴⁹ Ciò, però, non senza pochi problemi attinenti all'anonimizzazione delle parti, dato che sovente le stesse si collegano all'archivio di blocchi mediante una chiave crittografica connessa ad uno "pseudonimo" dell'utente. Cfr. M. FROMBERGER, *op.cit.*, 7, il quale sottolinea che il sistema *blockchain* non dà luogo all'anonimato, ma allo pseudonimato.

⁵⁰ Il progetto è, spesso, correlato allo sviluppo di beni o servizi comunque collegati al funzionamento di una *blockchain*.

⁵¹ Cfr. D. BOREIKO – N. SAHDEV, *To ICO or not to ICO. Empirical analysis of Initial Coin Offerings and Token Sales*, reperibile al seguente indirizzo: <https://papers.ssrn.com/>, 2018, 10, che evidenziano come un quarto delle *ICOs* da loro esaminate sono state promosse senza la pubblicazione di un *white paper*.

⁵² Si v. D.A. ZETZSCHE – R.P. BUCKLEY – D.W. ARNER – L. FOHR, *The ICO Gold Rush: It's a scam, It's a bubble, It's a super challenge for regulators*, in *European Banking Institute, Working Paper Series*, 18/2018, 10, i quali sottolineano che "The origins of ICO white papers can be traced back to the 2009 White Paper for Bitcoin published under the name of Satoshi Nakamoto, in which the technical features of bitcoin were outlined", ossia SATOSHI NAKAMOTO, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, in <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.

funzionalità del *token* e sui diritti che questi attribuisce al detentore⁵³ e, in taluni casi, anche l'identità e il *background* del *team* che lavora all'offerta⁵⁴.

Non mancano tuttavia ipotesi in cui il documento in parola nulla dice in ordine ad alcuni aspetti fondamentali dell'operazione: come indicazioni sull'emittente, sulla sua sede o sulla giurisdizione applicabile⁵⁵. Altra parte della dottrina ha, inoltre, osservato che talora le informazioni contenute nel documento non appaiono idonee a chiarire quali siano i diritti riconosciuti all'acquirente, mirando piuttosto a rimarcare ciò che il *token* offerto in vendita non è, al fine di evitare l'applicazione delle norme sull'emissione degli strumenti finanziari. Per esempio, in alcuni casi, si comunica che il *token* non costituisce un'azione, non consente di votare in assemblea, non conferisce dividendi o interessi, senza però dirsi cosa effettivamente esso sia⁵⁶, rendendo ancor più problematica l'attività qualificatoria demandata all'interprete.

ii) Pre-ICO or Presale of token. Dopo questa fase iniziale, si dà luogo in via di prassi alla prevendita dei *token* offerti (c.d. "*pre-ICO*"), ossia la vendita di tali prodotti ad un prezzo più vantaggioso riservata a particolari investitori (c.d. "*early investors*"), ossia a coloro che hanno particolari capacità tecniche o disponibilità economiche superiori all'investitore *retail*, così da consentire loro di acquistare un numero rilevante di *token* offerti, al fine di rivenderli e lucrarne la differenza di prezzo.

⁵³ In alcuni casi, il documento è reso disponibile insieme al c.d. *Token Purchase Agreement*, che contiene i termini e le condizioni contrattuali per l'acquisto dell'*asset* emesso con l'*ICO*.

⁵⁴ Con riguardo al contenuto che, in molte operazioni, il *white paper* ha assunto v. T. BOURVEAU – E.T. DE GEORGE – A. ELLAHIE – D. MACCIOCCHI, *The Role of Disclosure and Information Intermediaries in an Unregulated Crypto Market: Evidence from Initial Coin Offerings*, in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3193392, 13; P. MAUME – M. FROMBERGER, *Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Law*, in *19 Chicago J. Int. L.*, 2019, 548, 559.

⁵⁵ Una parte della dottrina ha, infatti, evidenziato che nel 20,47% dei casi esaminati il *white paper* non forniva indicazioni sull'ente emittente, mentre laddove questo veniva menzionato, soltanto nel 32,9% dei casi si indicava il Paese di origine e l'indirizzo postale della sua sede. In definitiva, tali studi hanno messo in rilievo che, in relazione alle operazioni esaminate, più del 67,1% degli emittenti non aveva fornito dettagli su un valido codice postale. Del pari, è stato dimostrato, sempre con riguardo ai campioni di *ICOs* esaminate, che soltanto il 32,70% ha fornito informazioni sulla legge applicabile all'operazione, mentre nell'82,69% dei casi non ha comunicato lo status regolatorio del fenomeno Cfr. D.A. ZETSCHE – R.P. BUCKLEY – D.W. ARNER – L. FOHR, *op.cit.* 11; nello stesso senso cfr. S.T. HOWELL – M. NIESSNER – D. YERMACK, *Initial coin offerings: Financing growth with cryptocurrency token sales*, Finance Working Paper, n. 564/2018, in https://ssrn.com/abstract_id=3201259, 9, secondo i quali "*What is often missing is basic information about the issuer; many white papers do not provide a contact address (or any information about location), much less information about the legal entity or individuals behind the ICO*".

⁵⁶ Cfr. U. PIATTELLI, *Initial Coin Offering e criptovalute*, in *La Regolamentazione del Fintech, Dai nuovi sistemi di pagamento all'intelligenza artificiale*, a cura di U. PIATTELLI, con la collaborazione di M. PIMPINELLA, Giappichelli Editore, Torino, 2020, 242 ss., il quale, in particolare, prende ad esempio il *Token Purchase Agreement* di *CoinCrowd*.

Tale fase ha quale precipuo scopo quello di consentire ai proponenti di far fronte, almeno in parte, ai costi iniziali dell'operazione e di ricevere un primo *feedback* dal relativo mercato.

Alcune società di regola decidono di condurre la campagna di “*presale*” esclusivamente con “*accredited investors*” (come, ad esempio, *hedge funds*), stipulando con loro un “*Simple Agreement for Future Token*” (c.d. “SAFT”), considerato dalla disciplina U.S. un *investment contract* a norma del *Securities Act* del 1933, *Section 2 (a) (1)*, in virtù del quale quest'ultimi si impegnano ad acquistare una determinata quantità di *token* che saranno oggetto della successiva *ICO*⁵⁷.

Non appaiono sempre chiari i meccanismi di determinazione dei prezzi dei *token* offerti. La prassi commerciale sembra suggerire che, in questa fase preliminare, il team dei promotori mantiene un maggior controllo nella determinazione del prezzo iniziale dei *token* offerti a questa speciale categoria di investitori rispetto allo stadio successivo della sollecitazione al pubblico in senso stretto, nella quale lo stesso è principalmente soggetto alle dinamiche di mercato della domanda e dell'offerta⁵⁸.

Non sembra invece operare il meccanismo più complesso del *bookbuilding*⁵⁹, impiegato nelle tradizionali offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione di azioni volte all'ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato, per la determinazione del loro prezzo, in cui, dopo la “*fissazione iniziale di una forchetta di prezzo e la costruzione di un libro degli ordini (“orderbook”)*”⁶⁰, il coordinatore dell'offerta raccoglie le manifestazioni

⁵⁷ Sul punto cfr. A. GURREA-MARTINEZ – N.R. LÉON, *The law and Finance of Initial Coin Offerings*, in *Cryptoassets, Legal, Regulatory, and Monetary Perspectives*, New York, Oxford University Press, 2019, 122.

⁵⁸ Cfr. M. DELL'ERBA, *Initial coin offerings. A Primer. The first response of Regulatory Authorities*, in *NYU Journal of Law & Business*, Vol. 14, p. 1109, 2018; R. KASTELEIN, *What Initial Coin Offerings Are, and Why VC Firms Care*, 2017, HBR.org, disponibile in <https://hbr.org/2017/03/what-initial-coin-offerings-are-and-why-vc-firms-care>.

⁵⁹ Sul meccanismo dell'*underpricing* nelle *IPOs* cfr. S. LOMBARDO, *Stabilization and Underpricing in IPOs*, in D. BUSCH – G. FERRARINI – J.P. FRANX, *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford, Oxford University Press, 2020, 49 ss.; A.P. LJUNGQVIST, *IPO Underpricing*, in B. ESPEN EBCKO, *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, vol. 1, Amsterdam, Elsevier, 2007, 375. Per l'*underpricing* nei mercati alternativi v. M.Á. ACEDO-RAMÍREZ – F.J. RUIZ-CABESTRE, *IPO Characteristics and Underpricing in the Alternative Investment Market*, in *Applied Economic Letters*, 2017, 24, 485.

⁶⁰ Cfr. P. GIUDICI – S. LOMBARDO, *La tutela degli investitori nelle IPO con prezzo di vendita aperto*, in *Riv. soc.*, 2012, 5, 907., i quali affermano anche che il *bookbuilding* permette una diminuzione dell'*underpricing*, ossia della perdita di capitali che, di regola, l'emittente subisce a seguito della quotazione per i costi derivanti dalla determinazione del valore dell'emittente sulla base delle informazioni riportate nel prospetto informativo. V. anche PALMUCCI F., *IPO underpricing: il prezzo della liquidità*, in *Banca Impresa Società*, 2011, 2, 237.

d'interesse degli investitori istituzionali e *retail* per individuare il “valore” dell'emittente e, quindi, delle azioni offerte al pubblico⁶¹.

iii) *L'offerta*. Il terzo momento è quello dell'offerta al pubblico dei *token* già esistenti o ancora da creare su una piattaforma *blockchain*⁶². Al fine di consentire il perfezionamento dell'acquisto, l'emittente pubblica il proprio indirizzo digitale a cui inviare il corrispettivo per l'acquisto del *token*. Di regola, se, alla scadenza del termine fissato, la raccolta avrà raggiunto l'ammontare minimo prestabilito (c.d. *min cap*), l'attivazione dello *smart contract*⁶³, operante sulla *blockchain* e programmato secondo la logica “*if-then*”⁶⁴, consentirà lo scambio automatico tra il *token* offerto e il corrispettivo richiesto, sulla base del rapporto di cambio ivi predeterminato⁶⁵. Al contrario, il mancato raggiungimento della soglia prevista, determina, secondo il linguaggio dello/degli *smart contract* impiegato/i, la restituzione del capitale investito all'oblatore.

L'operazione, come anticipato, non necessita dell'intermediazione di terze parti, essendo invece basata sul rapporto diretto e disintermediato

⁶¹ V. S. LOMBARDO, *Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni*, Giuffrè, Milano, 2011; I. H-Y. CHIU, *Initial public offers – the supply and demand side perspectives in the legal framework*, in *Corporate Finance Law in the UK and EU*, a cura di D. PRENTICE – A. REISBERG, Oxford, 2011, 139-168.

⁶² In via di prassi, è possibile che la raccolta avvenga al fine di creare, con i ricavi derivanti dall'operazione, una nuova piattaforma *blockchain* nel mercato.

⁶³ Benché il presente lavoro non permette di approfondire dettagliatamente tutte le dinamiche operative della tecnologia sottesa all'operazione, giova ribadire che lo *smart contract* è uno strumento di *self-execution* di un contratto, ossia un *software* impiegato per dare automatica esecuzione alle clausole contrattuali, in codice informatico, e concordate dalle parti. Nel 1994, Nick Szabo fece riferimento a questo strumento per la prima volta in due articoli (*Formalizing and Securing Relationships on Public Networks*, e *The Idea of Smart Contracts*, entrambi agilmente reperibili in internet).

⁶⁴ Con riguardo agli *smart contract*, cfr., tra i tanti, R. DE CARIA, *Blockchain and Smart Contracts: Legal Issued and Regulatory Responses Between Public and Private Economic Law*, in *The Italian Law Journal*, 2020, vol. 06, No. 01, 363 ss.; M. CAVALLO – M.L. MONTAGNANI, *L'industria finanziaria tra Fintech e Techfin: prime riflessioni su blockchain e smart contract*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, opera diretta da G. FINOCCHIARO e V. FALCE, Bologna, Zanichelli Editore, 2019, 329; M. MANENTE, *Blockchain: la pretesa di sostituire il notaio*, in *Notariato*, 2016, 217 ss.; P. CUCCURU, *Blockchain ed automazione contrattuale. Riflessioni sugli smart contract*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2017, II, 110 ss.; PAROLA L. – P. MERATI – G. GAVOTTI, *Blockchain e smart contract: questione giuridiche aperte*, in *Contr.*, 2018, 681 ss.

⁶⁵ Giova sottolineare che, il nostro ordinamento nazionale si è dotato di una definizione normativa di *smart contract* contenuta nel secondo comma dell'art. 8-ter del d.l. n. 135 del 2018, convertito con L. n. 12 del 2019, il quale lo definisce come “un programma per elaboratore che opera su tecnologie basate su registri distribuiti e la cui esecuzione vincola automaticamente due o più parti sulla base di effetti predefiniti dalle stesse”. La disposizione, inoltre, specifica che “gli *smart contract* soddisfano il requisito della forma scritta previa identificazione informatica delle parti interessate, attraverso un processo avente i requisiti fissati dall'Agenzia per l'Italia digitale” da adottare con apposite linee guida.

intercorrente tra l'utente e l'emittente⁶⁶. Dalla prospettiva dell'investitore, l'adesione all'operazione non è particolarmente complessa, essendo sufficiente il possesso di un portafoglio digitale (c.d. *wallet*), rilasciato da appositi fornitori di *software* dedicati, al cui interno sono custoditi gli *assets* da impiegare ai fini dello scambio⁶⁷ o direttamente provvedere all'acquisto mediante pagamento in moneta avente corso legale.

La durata dell'offerta può prolungarsi da alcune settimane sino ad alcuni mesi, benché in via di prassi le *ICOs* che hanno riscosso maggior credito nel mercato dei *crypto-assets* hanno raggiunto il loro *min-cap* nel giro di qualche ora dall'inizio⁶⁸; non a caso, una parte della dottrina considera la durata un fattore determinante per la riuscita dell'operazione⁶⁹.

iv) Listing. L'ultima fase dell'operazione si pone in realtà al di fuori del perimetro dell'operazione in senso stretto, giacché i *token* già venduti agli utenti ricevono una seconda vita con l'ammissione ad una delle piattaforme di negoziazione⁷⁰, al fine di una loro rivendita. Giova sin d'ora chiarire che non tutte le cripto-attività, e in particolare i *pure-utility token*, sono creati per essere destinati, in aggiunta alla funzione di consumo, anche alla circolazione nei mercati secondari.

Ciononostante, questa fase, ove esistente, non può non essere tenuta in considerazione, come di seguito si vedrà, in sede di qualificazione giuridica del *token*, per il suo conferire al valore emesso il carattere della "negoziabilità", ossia l'idoneità dello strumento ad essere oggetto di transazione⁷¹ nei mercati secondari: com'è noto, infatti, quello in parola, in uno con la loro

⁶⁶ Cfr. H. MARJOSOLA, *Security Tokens and the Future of EU Securities Law: Rethinking the Harmonisation Project*, in E. AVGOULEAS – H. MARJOSOLA, *Digital Finance in Europe: Law, Regulation, And Governance*, vol. 5, ECFR, 261, a dire del quale dovrebbe parlarsi di "re-intermediation" piuttosto che di disintermediazione, per il numero di soggetti terzi coinvolti nel fenomeno rispetto alle controparti contrattuali.

⁶⁷ Per un'analisi economica dell'impatto delle criptovalute, quale mezzo di scambio, sulle politiche monetarie cfr. C.D. ZIMMERMANN, *Monetary Policy in the Digital Age*, in P. HACKER – I. LIANOS – G. DIMITROPOULOS – S. EICH, *Regulating Blockchain, Techno-Social and Legal Challenges*, Oxford, Oxford University Press, 2019, 99 ss.

⁶⁸ P. HACKER – C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, cit., 654 ss.;

⁶⁹ C. FISCH, *Initial Coin Offering (ICOs) to finance new ventures: An exploratory study*, 2018, in *Journal of Business Venturing*, 34, 2019, 1-22.

⁷⁰ Per una lista dei principali *exchanges* per volume d'affari cfr. M. BROSZKIEWICZ, *Cryptocurrencies on the financial markets*, in *Cryptocurrencies in the Global Economic and Financial System*, a cura di W. MICHALCZYK, Wrocław University of Economics and Business, 2021, 84, il quale tra essi alla data del 17 dicembre 2019 annovera Binance, Bitfinex, Kraken, Poloniex, Gate.io, KuCoin, Bittrex, Coinbase Pro, Huobi Global e BW.com.

⁷¹ Cfr., fra i tanti, M. CIAN, *La nozione di strumento finanziario nel sistema del diritto commerciale*, in *Studium Iuris*, 2015, 1450 e ss.; R. COSTI – L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, VIII, Padova, Cedam, 2004, 31; E. RIGHINI, voce *Strumenti e prodotti finanziari*, in *Enc. dir. Annali*, IV, Milano, 2011, 1166 ss.; S. PATRIARCA, *Prodotti e strumenti finanziari*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da M. CERA, G. PRESTI, Zanichelli Editore, Bologna, 2020, 72 ss.

standardizzazione, è un carattere comune, secondo l'interpretazione più ampiamente diffusa, agli strumenti finanziari individuati ai sensi dell'art. 4, co. 4, par. 1, n. 44 della direttiva MiFID II; ciò ancor più se si consideri che, a tal fine, assume rilevanza la *potenziale* idoneità del titolo ad essere oggetto di trasferimento, non rilevando la circostanza che il *token* non venga in seguito effettivamente scambiato o sia, già in fase di creazione, soggetto a temporanee limitazioni negoziali in ordine al suo al trasferimento.

È altresì vero che, negli ultimi tempi, l'idoneità alla circolazione appare un carattere particolarmente attrattivo per la sottoscrizione degli *assets* digitali, in quanto permette agli aderenti di trasferire a terzi il valore acquistato e, dunque, di realizzare le aspettative di rendimento su di esso riposte. In quest'ottica, la presenza di un mercato secondario⁷² conferisce, infatti, "liquidità" al bene acquistato, e anzi, stanti i rischi connessi all'operazione per l'utente, in taluni casi, può rivelarsi uno strumento di garanzia per il disinvestimento e, dunque, per l'*exit* del *token-holder* dall'operazione.

Tuttavia, in assenza di una regolamentazione normativa, le regole di ammissione, negoziazione e custodia della piattaforma on-line prescelta per la negoziazione sono ampiamente lasciate alla discrezionalità dei relativi gestori che, di fatto assumendo il ruolo di "nuovi" intermediari nell'incontro tra domanda e offerta di crypto-attività e non sempre garantendo condizioni per l'assenza di conflitti di interesse⁷³.

1.4 Differenze con altri metodi di raccolta di capitali

Le modalità operative in cui si snodano le offerte al pubblico di *crypto-assets* presentano profili di analogia sia con alcune operazioni di raccolta di capitali più tradizionali e già ampiamente note a livello nazionale ed eurounitario (come le offerte pubbliche "iniziali" di vendita o sottoscrizione di azioni funzionali ad una loro successiva quotazione nei mercati regolamentati), sia con le più recenti modalità alternative di finanziamento dell'impresa come il *lending*, l'*investment* e il *reward-based crowdfunding*.

Senonché, come si avrà modo di precisare, allorquando l'oggetto dell'offerta siano i *token* di utilità qui oggetto di interesse, a doversi rimarcare sono più i profili di divergenza con tali forme di finanziamento dell'impresa.

⁷² Negli ultimi anni, si stanno diffondendo i mercati secondari centralizzati riconducibili a società *provider* (come, per esempio, Binance, Coinbase, Poloniex) che danno luogo, di fatto, a soggetti che fungono da nuovi intermediari.

⁷³ Si v. il clamoroso *crack* della piattaforma FTX; in dottrina, cfr. A. CALONI, *Deposito di cryptoattività presso una piattaforma exchange: disciplina e attività riservate*, in *Giur. comm.*, 2020, 5, 1073, 1078.

1.4.1 (segue): a) con le IPO

Come appena anticipato, le fasi in cui si sviluppano le offerte al pubblico di *utility token* e, più in generale, dei *crypto-assets* presentano elementi di somiglianza con quelle delle offerte pubbliche “iniziali” di vendita o sottoscrizione delle azioni dirette, una volta raggiunti i requisiti di capitalizzazione e diffusione delle stesse, alla successiva quotazione nei mercati regolamentati⁷⁴.

Com'è noto, l'operazione in esame – nota secondo la terminologia anglosassone “*Initial Public Offerings*”⁷⁵, da cui le “*ICOs*” derivano la loro denominazione – consiste nell'offerta pubblica di azioni, accompagnata di regola da un loro collocamento rivolto agli investitori istituzionali⁷⁶.

Tanto la fase dell'offerta, quanto quella di collocamento a tali investitori, così come la successiva quotazione nei mercati secondari, riflettono, per somiglianza, le rispettive fasi sopra viste delle offerte al pubblico di valori digitali.

Al di là di tale parziale accostamento sul piano del funzionamento, numerose divergenze riguardano l'oggetto dell'offerta, non solo per la diversa natura dei *token* qui all'esame, ma anche per i distinti diritti e obblighi che questi attribuiscono ai loro detentori rispetto all'emittente.

A rimarcare la distanza tra i due fenomeni è infatti prioritariamente l'oggetto delle rispettive offerte al pubblico⁷⁷: in un caso, le azioni, nell'altro, i *token* di utilità, che attribuiscono al titolare diritti e doveri non sovrapponibili a quelli dei primi.

Come più ampiamente sarà precisato, i possessori di *utility token* non dispongono di diritti patrimoniali neppure accostabili a quelli degli azionisti (in particolar modo, quello di partecipare agli utili derivanti dall'attività sociale);

⁷⁴ Com'è noto, l'assenza di questo secondo momento permette di distinguere le offerte iniziali da quelle secondarie aventi ad oggetto azioni già quotate, ancorché tali operazioni sono comunque qualificabili come offerte pubbliche di vendita o di sottoscrizione, ove, in questo secondo caso, sono emesse in occasione di un aumento di capitale deliberato dall'assemblea della società.

⁷⁵ Cfr. F. ACCETTELLA, *Il collocamento di strumenti finanziari*, in *Sistema Finanziario e diritto dell'impresa*, collana diretta da F. ANELLI – A.A. DOLMETTA – G.B. PORTALE – G. PRESTI, Giuffrè, Milano, 2013, 176 ss.

⁷⁶ Di regola, le IPO italiane sono strutturate in due offerte sostanzialmente autonome, di cui una pubblicamente rivolta agli investitori al dettaglio e disciplinata dal T.U.F. (artt. 93-*bis* ss.), l'altra destinata agli investitori istituzionali (professionali), estranea alla disciplina nazionale e soggetta di regola a quella statunitense della *Regulation S* e, ove coinvolti investitori istituzionali statunitensi, anche alla *Rule 144A*. Sul punto cfr. P. GIUDICI – S. LOMBARDO, *op.cit.* 907, ss. V. pure T.L. HAZEN, *Treatise on The Law of Securities Regulation*, vol. 2, 7° ed., St. Paul, MN, Thomson Reuters, 2016, 79; H. TEERINK, *The IPO Process, IPO Disclosure, and the Prospectus Regulation*, in D. BUSCH – G. FERRARINI – J.P. FRANX, *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford, Oxford University Press, 2020, 19 ss.

⁷⁷ Cfr. W.A. KAAL – M. DELL'ERBA, *Initial Coin Offerings: Emerging Practices, Risk Factors, and Red Flags*, in *Fintech Handbook*, Florian Möslin & Sebastian Omlor eds., Verlag C.H. Beck (2018), U of St. Thomas (Minnesota) Legal Studies Research Paper No. 17-18.

né, normalmente, dei diritti amministrativi che invece competono ai soci di un ente a partecipazione azionaria: invero allorché si assegna a taluni *token-holders* il diritto di voto su alcune scelte relative al progetto imprenditoriale, si dà luogo a situazioni giuridiche totalmente distinte rispetto a quelle istituzionalmente attribuite ai titolari di partecipazioni azionarie; si tratta infatti di ipotesi in cui le manifestazioni di volontà dei sottoscrittori hanno ad oggetto decisioni strettamente circoscritte allo sviluppo futuro del progetto imprenditoriale, ben lontane dalle forme istituzionali previste dalla disciplina dell'organo assembleare delle società per azioni (ad esempio, in tali casi, non si osservano – né ve ne sono i presupposti – le regole di convocazione dell'assemblea *ex art. 2366 c.c. e ss.*, di regolare costituzione o di raggiungimento dei *quorum* assembleari a norma degli artt. 2368 c.c. e ss., o di impugnazione delle deliberazioni invalide ai sensi degli artt. 2377 c.c. e ss.).

Allo stesso modo, non è neppure paragonabile l'obbligo di pagamento in moneta avente corso legale o con altre criptovalute posto in capo all'acquirente di *utility token* rispetto a quello di conferimento di cui agli artt. 2342 c.c. e ss. ascrivibile invece agli azionisti.

Per tali ragioni, sembra dunque che il fascio di diritti e obblighi ascrivibili in capo a tale *retail holder* non sia equiparabile a quello dell'azionista sistematicamente disciplinato dal diritto societario⁷⁸.

D'altro canto, la distanza tra i due fenomeni si percepisce ancor più ove si consideri che, in alcune ipotesi, l'emittente che decide di far ricorso alle offerte di crypto-attività come tecnica di raccolta di fondi non assume neppure la forma giuridica di società: la prassi ha infatti registrato offerte di *token* condotte da *network* di esperti o, in alcuni casi, da organizzazioni decentralizzate⁷⁹ (che pongono altri problemi giuridici in ordine alla loro qualificazione all'interno dei tipici modelli societari)⁸⁰.

Tornando, inoltre, alle fasi di snodo delle operazioni, a ben vedere è lo stesso meccanismo di funzionamento delle *initial coin offerings* a presentare elementi di eterogeneità rispetto alle *initial public offering*: si pensi all'impiego della tecnologia *blockchain* che disintermedia il fenomeno e rende superfluo

⁷⁸ Cfr., per una lettura del fenomeno parzialmente diversa, V. SANTORO, *Tentativi di sviluppo di un mercato secondario delle quote di società a responsabilità limitata*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di M. IRRERA, Torino, Giappichelli, 2020, 286, secondo il quale, ancorché l'emittente assuma la veste di una società, la posizione giuridica del detentore del *token* non è quella di socio, potendo semmai essere equiparata a quella di “*un associato in un contratto di associazione in partecipazione o anche essere configurato quale socio di una società di secondo grado tra la società emittente e i sottoscrittori dei token stessi*”.

⁷⁹ Si pensi, come sopra anticipato, al modello “*Decentralized Autonomous Organization*” (DAO) che, quale entità associativa atipica con finalità di investimento, non appare riconducibile ad una delle categorie societarie tipiche.

⁸⁰ Sul punto, fra i numerosi studi, valga in rinvio a N. ABRIANI – G. SCHNEIDER, *op.cit.*, 1326; R. LENER – S.L. FURNARI, *Modelli organizzativi alla prova delle nuove tecnologie. Prime riflessioni su DAO e i principi generali del diritto dell'impresa*, cit.; G. NUZZO, *op.cit.*, 417 ss.

l'intervento nell'operazione di un'istituzione bancaria o di investimento⁸¹, invece obbligatoria per le seconde⁸²; oppure all'acquisto dei *token* che può avvenire con altre criptovalute e non solo con moneta avente corso legale; o alla natura del proponente che può non essere una persona giuridica; o anche alla promozione dell'operazione veicolata attraverso il *web*, che permette di superare l'elemento della territorialità nella promozione e nella raccolta di capitali; o, ancora, alla pubblicazione di un *white paper*, in luogo del tradizionale prospetto informativo⁸³.

A tali profili di divergenza ve n'è da aggiungere un altro di tutto rilievo: la fase della quotazione nelle offerte di *crypto-assets*, come anticipato, è in verità soltanto eventuale, potendo l'emittente creare dei *token* che non possono o possono soltanto occasionalmente circolare nei mercati secondari; ciò in contrapposizione alle offerte di vendita o sottoscrizione di azioni, la cui successiva ammissione alle negoziazioni è una fase indefettibile di un'unica operazione complessiva; del resto, come nel prosieguo sarà meglio precisato, non sembra che il legislatore abbia dato luogo ad una positiva equiparazione delle nuove piattaforme on-line (i c.d. *exchanges*) ai tradizionali "mercati regolamentati" o alle alternative *trading venues*⁸⁴, come i sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) o i sistemi organizzati di negoziazione (OTF)⁸⁵: tali piattaforme rimangono tuttora un fenomeno disciplinato con specifiche regole *ad hoc* e comunque prive di una compiuta regolamentazione⁸⁶.

⁸¹ Sui profili di analogia con le *IPO* cfr. J.C. SPINDLER, *IPO Liability and Entrepreneurial Response*, in *115 U. Pa. L. Rev.*, 2007, 1187-1228; F. PACKER – M. SPIEGEL, *Competitive effects of IPOs: Evidence from Chinese listing suspensions*, BIS Working Papers, 2020, No 888, in *bis.org*; I. H-Y. CHIU, *op.cit.*, 139 ss.; F. PALMUCCI, *IPO underpricing: il prezzo della liquidità*, 237, ss.; D. MASI, *Le criptoattività: proposte di qualificazione giuridica e primi approcci regolatori*, in *Banca Impresa Società*, 2021, 2, 257.

⁸² Si veda, a titolo esemplificativo, l'art. 2.3.1 del regolamento dei Mercati organizzati e gestiti di Borsa Italiana S.p.A. che prevede l'obbligo in capo all'emittente di nomina di uno *sponsor* nei casi ivi elencati.

⁸³ Su tali profili di divergenza si v. G. GITTI, *Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, cit., 13 ss.; G.M. NORI, *Fintech, Le initial coin offerings, note a margine dell'approccio regolatorio Consob*, in *Diritto del mercato assicurativo e finanziario*, 2021, 1, 215; S. CAPACCIOLI, *Bitcoin e Criptovalute*, in G. CASSANO – N. TILLI – G. VACIAGO, *Tutela e risarcimento nel diritto dei mercati e degli intermediari*, Giuffrè, Milano, 2018, 473.

⁸⁴ Cfr. N. MOLONEY, *Eu Securities And Financial Markets Regulation*, 3° ed., Oxford, Oxford University Press, 2014, 425 ss.

⁸⁵ Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, cit., 102.

⁸⁶ Al momento, l'art. 17-bis, co. 8-bis, D.lgs. n. 141 del 2010 impone ai "prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valute virtuali" ex l'art. 3, co. 5, lett. i), D.lgs. n. 231 del 2007, ss.mm.ii, l'iscrizione in apposita sezione del registro dei cambiavalute e l'obbligo di trasmettere all'organismo che ne cura la gestione la comunicazione delle negoziazioni effettuate. A norma dell'art. 1, co. 2, lett. b) del decreto i prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale sono definiti come "ogni persona fisica o soggetto diverso da persona fisica che fornisce a terzi, a titolo professionale, anche on-line, servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale o in rappresentazioni digitali di valore, ivi comprese quelle convertibili in altre valute

1.4.2 (segue): b) con il *lending*, l'*investment* e il *reward-based crowdfunding*

Merita altresì un cenno la possibilità di accostamento delle *initial coin offerings* alle tecniche alternative di *crowdfunding* per il finanziamento delle imprese.

Tra le diverse forme presenti nel sempre più variegato ecosistema del *crowdfunding*⁸⁷, appare ragionevole porre a raffronto il fenomeno in questione anzitutto con quelli che sembrano rifletterne maggiormente i meccanismi operativi di fondo: il *lending-based crowdfunding*⁸⁸ e l'*investment-based*

virtuali nonché i servizi di emissione, offerta, trasferimento e compensazione e ogni altro servizio funzionale all'acquisizione, alla negoziazione o all'intermediazione nello scambio delle medesime valute".

Più di recente, il decreto MEF del 13 gennaio 2022, pubblicato nella G.U. lo scorso 17 febbraio 2022, al fine di prevenire l'uso dei proventi di attività criminose a scopo di riciclaggio e finanziamento del terrorismo, ha regolato le modalità e le tempistiche in virtù delle quali i soggetti che intendano esercitare sul territorio della Repubblica italiana tali servizi sono tenuti a iscriversi nella sezione speciale del registro, tenuto dall'Organismo Agenti e Mediatori.

Per l'impiego delle valute virtuali a scopo di riciclaggio, si v. I. BIXIO, *Valute virtuali e adempimenti antiriciclaggio: riflessi sui soggetti obbligati, nuovi e non*, in *Corr. trib.*, 2017, 2676; D. CANDILORO, *La sicurezza informatica di Bitcoin*, in *Cyberspazio e dir.*, 2015, 3, 340; S. CAPACCIOLI, *Nuova normativa antiriciclaggio e CambiaValute Virtuali*, 2017, in <http://coinlex.it>; A. GALIMBERTI – V. VALLEFUOCO, *Bitcoin, norme italiane apripista sull'antiriciclaggio*, in <http://coinlex.it>; ilsole24ore.com; M. KROGH, *Transazioni in valute virtuali e rischi di riciclaggio. Il ruolo del notaio*, in *Notariato*, 2018, 2, 155; L. LA ROCCA, *La prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo nelle nuove forme di pagamento. Focus sulle valute virtuali*, in *AGE*, 1, 2015, 201; F. MAGNOLO, *Profili di rilevanza penale in materia di valute virtuali*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, opera diretta da G. FINOCCHIARO – V. FALCE, Zanichelli Editore, Bologna, 2019, 477 ss.; M. NODDEO, *Nuove frontiere del risparmio, bit coin exchange e rischio penale*, in *Diritto penale e processo*, 1, 2019; M. PASSERETTA, *Il primo intervento del legislatore italiano in materia di "valute virtuali"*, in *Nuove leggi civ.*, 2018, 117 ss.; E. PEDERZINI, *La tracciabilità dei movimenti finanziari tra anonimato e pseudonimato: Fintech, incorporazione del diritto nella tecnica e paradigma by design*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2022, Gennaio/Marzo, 79 ss.

⁸⁷ Per i vari modelli di *crowdfunding* distinti a seconda della diversa remunerazione o di ricompensa per il finanziatore cfr. R. CARATOZZOLO, *L'utilizzo delle nuove tecnologie per il finanziamento delle imprese: l'equity crowdfunding*, in *Fintech, Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di M.T. PARACAMPO, Giappichelli, Torino, 2017, 141, spec. 144.

⁸⁸ Più diffusamente sul *lending-based crowdfunding* cfr. M. PERRINO, *Appunti sul lending-based crowdfunding nel reg. UE 2020/1503*, in *Banca Impresa Società*, 2022, *Early access*, 1-21; L. MODICA, *Peer to Consumer Lending*, in *ODCC*, 2022, 1, 81-102; J. PAOLONI, *Peer to peer lending e innovazione finanziaria*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, opera diretta da G. FINOCCHIARO e V. FALCE, Zanichelli Editore, Bologna, 2019, 410 ss.; E. BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*, in *Fintech, Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di M.T. PARACAMPO, Giappichelli, Torino, 2017, 163.

*crowdfunding*⁸⁹, entrambi, com'è noto, disciplinati con un significativo grado di dettaglio a livello eurounitario dal Regolamento n. 2020/1503⁹⁰ del Parlamento europeo e del Consiglio del 7 ottobre 2020⁹¹.

Ambedue queste tecniche di finanziamenti per le *start-up* e le piccole e medie imprese (PMI) costituiscono collettori di risorse basate su una piattaforma digitale gestita da un fornitore di servizi di *crowdfunding* (il c.d. “*crowdfunding service provider*”, o più brevemente “CSP”).

Al centro di tali operazioni, com'è noto, v'è una piattaforma digitale⁹², gestita da tale fornitore che svolge un tipo di intermediazione, in base alla quale, senza assumersi alcun rischio, permette e realizza l'abbinamento tra potenziali investitori o erogatori di prestiti, da un lato, e imprese che cercano finanziamenti, dall'altro: tale funzione è attuata tramite servizi di ricezione e trasmissione dei clienti e di successivo collocamento di valori mobiliari o altri strumenti, nonché di assegnazione di finanziamento sotto forma di prestiti ai fini del *crowdfunding*.

Sono dunque tre gli attori regolarmente coinvolti nelle operazioni di *crowdfunding*: il titolare del progetto⁹³ che lo propone per il finanziamento, gli investitori che ad esso aderiscono (quali erogatori di un prestito in senso stretto oppure di capitale di rischio o di debito, sottoscrivendo rispettivamente valori mobiliari o titoli di debito) e l'organizzazione di intermediazione che fa incontrare i primi due soggetti su una piattaforma online⁹⁴.

Dal che deriva la distinzione tra l'*investment-based crowdfunding*, in cui l'investimento avviene sotto forma di collocamento di valori mobiliari (azioni,

⁸⁹ In particolare, con riguardo a tale tecnica di *crowdfunding*, cfr. M. LAMANDINI – D.R. MUÑOZ, *La disciplina dell'equity crowdfunding nella prospettiva dell'emittente e del diritto societario: verso il sub-tipo dell'emittente digitale?* in *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, opera diretta da G. FINOCCHIARO e V. FALCE, Zanichelli Editore, Bologna, 2019, 255 ss.; P. LUCANTONI, *La raccolta di capitali tramite portali: l'equity-crowdfunding*, in *I diversi settori del Fintech Problemi e prospettive*, a cura di E. CORAPI – R. LENER, Cedam, Padova, 2019, 129; P. ALVISI, *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in *Riv. dir. bancario*, 2014, n. 3; M. DE MARI, *Equity crowdfunding, PMI non quotate e mercati secondari: una lacuna da colmare*, in www.dirittobancario.it, 2019, 1 ss.; M. MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, 5, 650 ss.; V. MIRRA, *L'equity crowdfunding e le evoluzioni regolatorie: un fenomeno in crescita*, in R. LENER, *Fintech: diritto, tecnologia e finanza*, Minerva bancaria, Roma, 2018, 2, 131.

⁹⁰ Il regolamento, com'è noto, è “relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese” e modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937.

⁹¹ Tra i primi commenti cfr. S. CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, in *NLCC*, 2021, 267; E. MACCHIAVELLO – A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Marketplace Lending as a New Means of Raising Capital in the Internet Market: True Disintermediation or Reintermediation?*, in <https://ssrn.com>, 4 ss., spec. 17 ss.

⁹² Per un approfondimento su tali portali cfr. N. CIOCCA, *I portali per il crowdfunding*, in M. CIAN – C. SANDEI, *Diritto del Fintech*, Cedam, Milano, 2020, 243 ss.

⁹³ A norma dell'art. 2, lett. h, del Regolamento suindicato è “ogni persona fisica o giuridica che persegue l'obiettivo di reperire fondi tramite una piattaforma di *crowdfunding*”.

⁹⁴ Più dettagliatamente l'art. 2, lett. i, Reg. li definisce come “ogni persona fisica o giuridica che, tramite una piattaforma di *crowdfunding*, concede prestiti o acquisisce valori mobiliari o strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*”.

quote, titoli di debito) e altri strumenti finanziari (con l'ulteriore suddivisione in *equity* e *debt* CF⁹⁵) e il *lending-based crowdfunding*, in cui il sostegno economico al progetto si realizza sotto forma di “prestito”, ossia “*un accordo ai sensi del quale un investitore mette a disposizione di un titolare di progetti un importo di denaro convenuto per un periodo di tempo concordato e in base al quale il titolare di progetti assume un obbligo incondizionato di rimborsare tale importo all'investitore, unitamente agli interessi maturati, secondo il piano di rimborso concordato*” (art. 2, lett. b), Reg.).

I caratteri succintamente qui richiamati per le due forme di *crowdfunding* appaiono sufficienti a far emergere le divergenze con il fenomeno delle offerte al pubblico di cripto-attività e, in particolar modo, di quei tipi particolari rappresentati dagli *utility token*: ciò, anzitutto, in ragione della circostanza che le *initial coin offerings* sono un'operazione del tutto “disintermediata”⁹⁶, mancando un gestore dei servizi che permette e realizza l'abbinamento tra potenziali investitori o erogatori di prestiti e le imprese che mirano a reperire i fondi. È lo stesso Regolamento UE 2020/1503 ad evidenziare al suo primo “considerando” che il *crowdfunding* “*rappresenta un tipo di intermediazione*”.

A tale punto di divergenza, si potrebbe obiettare, nell'ottica di una loro possibile analogia, che anche nelle *initial coin offerings* operano delle piattaforme di scambio di *crypto-assets* che farebbero perdere il rapporto univoco tra l'emittente il *token* e l'aderente all'offerta; del pari, sempre in quest'ottica, si potrebbe aggiungere che le peculiari forme delle *initial exchange offerings (IEOs)* sono in verità condotte tramite i c.d. *exchanges* e non già in forma effettivamente disintermediata.

A ben vedere, al primo rilievo potrebbe agilmente replicarsi, evidenziando che quello della negoziabilità del *token* venduto è una fase *eventuale*, che riguarda comunque il mercato *secondario* di rivendita del prodotto già acquistato: l'intervento della piattaforma in tal caso avviene in un “momento” diverso e non riguarda la fase primaria di finanziamento del progetto, come invece avviene nel campo del *crowdfunding*.

Al secondo rilievo potrebbe controbattersi, ferme le peculiarità dei due distinti fenomeni, che sia le *ICOs* che le *IEOs* sono comunque operazioni che, se aventi ad oggetto *utility token*, non attribuiscono ai titolari del valore digitale i diritti che invece acquisiscono gli investitori che concedono i prestiti o acquisiscono valori mobiliari o strumenti ammessi a fini del *crowdfunding*⁹⁷: la posizione dei titolari di *utility token*, come appresso sarà meglio precisato, non è

⁹⁵ Per una chiara distinzione tra le due forme di *crowdfunding* in parola cfr. PERRINO M., *op.cit.*, 4.

⁹⁶ Nello stesso senso si v. G. GITTI, *op.cit.*, 13 ss.

⁹⁷ Per una riflessione sull'applicabilità della disciplina sull'*equity crowdfunding* alle *ICOs*, v. S. FURNARI, *ICO in Italia: applicabilità della disciplina sull'equity crowdfunding e suoi potenziali benefici*, in R. LENER, *Fintech: diritto, tecnologia e finanza, I quaderni di Minerva Bancaria*, 2018, 143, 153.

equiparabile né a quella dell'azionista (come in parte si è già visto) o dell'obbligazionista, né a quella del creditore avente diritto al rimborso della somma prestata.

Stanti tali difformità⁹⁸, non si ritiene possa trovare applicazione diretta o per analogia la disciplina eurounitaria sopra prevista, né quella nazionale in materia di *crowdfunding*⁹⁹.

Sembra più vicino alle operazioni in parola invece il *reward-based crowdfunding*¹⁰⁰, per il fatto di non fornire all'utente un fascio di diritti e obblighi equiparabili a quelli dell'azionista/obbligazionista o di un creditore nei confronti di una società: l'aderente ad operazioni di *reward crowdfunding*¹⁰¹ di regola, a fronte dell'erogazione della somma di denaro, riceve una remunerazione di tipo non finanziario, consistente sovente in un riconoscimento sociale, personale, culturale per aver fornito un contributo al progetto¹⁰².

Tale dato non è invece presente negli acquisti degli *utility token* che, oltre ad essere "fondati" sulla tecnologia dei blocchi, in molti casi, sono mossi da finalità prettamente consumeristiche, e, in altri ancora, anche dalla possibilità di ottenere una remunerazione derivante dalla circolazione della *res* nei mercati secondari (condizione invece assente nel *reward crowdfunding*).

Va inoltre detto che, secondo una parte della dottrina¹⁰³, quella degli *utility token* è una categoria distinta rispetto a quella più specifica (e meno diffusa) dei *reward token*, che attribuisce precipuamente dei "*loyalty points or*

⁹⁸ Per uno studio più ampio sui profili di divergenza e i punti di contratto delle operazioni in parola con le *IPO* e il *crowdfunding* cfr. A. GURREA-MARTINEZ – N.R. LÉON, *op.cit.*, 125 ss. Gli AA. ne mettono in evidenza le differenze anche col fenomeno del *venture capital*, prendendo a raffronto, per tutte le distinte operazioni, il livello di regolazione, i limiti alla raccolta, i tipi di investitori, la disciplina della trasparenza, la determinazione del prezzo, l'oggetto della vendita e il regime di responsabilità.

⁹⁹ Com'è noto, l'Italia è stata il primo Paese europeo ad avere adottato una disciplina specifica sul *crowdfunding*. Sul punto v. E. MACCHIAVELLO, *La modifica del regolamento Consob in materia di equity crowdfunding alla luce dell'evoluzione del diritto finanziario europeo e delle tendenze di regolazione dell'investment-based crowdfunding in Europa*, in *Banca impresa società*, 2016, 320 ss.; ID, *La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 133; R. DE LUCA, *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*, Fondazione nazionale dei Commercialisti, 2015, in <http://fondazionenazionalecommercialisti.it>;

¹⁰⁰ Per la somiglianza dell'emissione tra *utility token* e le operazioni di *reward crowdfunding*, v. Y. BAKOS – H. HALABURDA, *Funding new ventures with digital tokens: due diligence and token tradability*, CESifo Working Paper No 7752, 2019, in <https://papers.ssrn.com>; v. pure FURNARI S.L., *Initial Coin Offering: come regolare l'emissione dell'utility token*, in <https://fchub.it/wp-content/uploads/2021/05/token.pdf>.

¹⁰¹ Sul tema cfr. P. CHAMPAN – S. CROWN – A. ROBINS, *Crowdfunding*, in J. MADIR, *Fintech. Law and Regulation*, 2° ed., Elgar Financial Law and Practice, Cheltenham, UK, 2021, 64 ss.

¹⁰² Per una definizione del *reward-based crowdfunding*, cfr. R. CARATTOZZOLO, *op.cit.*, 144.

¹⁰³ Sul punto cfr. S. BOBOWSKI, *The principles of Initial Coin Offerings in Cryptocurrencies in the Global Economic and Financial System*, a cura di MICHALCZYK W., Wrocław University of Economics and Business, 2021, 112.

other reward programs”, sicché la disciplina del *reward-based crowdfunding* potrebbe trovare semmai applicazione nei confronti di quest’ultimi.

In definitiva, dunque, il collocamento di *utility token* non sembra sovrapponibile alle distinte forme di *crowdfunding* qui esaminate¹⁰⁴.

Per tali ragioni, non appaiono condivisibili le conclusioni cui approda la Consob nel “*Documento per la Discussione*” dello scorso 19 marzo 2019, poi confermate nel “*Rapporto finale*” del 2 gennaio 2020¹⁰⁵, laddove afferma che gli operatori meglio posizionati a poter offrire professionalmente assistenza nella realizzazione delle offerte di *crypto-assets* a un numero potenzialmente indeterminato di investitori sono, a livello nazionale, i gestori di portali per la raccolta di capitali di rischio autorizzati a norma dell’art. 50-*quinquies* T.u.f. e la cui attività è disciplinata dal Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 (c.d. Regolamento Crowdfunding)¹⁰⁶. Ciò perché, oltre alle già viste divergenze di posizioni dei *token-holder* e degli aderenti all’iniziativa di *crowdfunding*, va ricordato che le operazioni di *ICOs* sono basate sul funzionamento delle piattaforme di *blockchain* e presentano, dunque, problematiche molto diverse rispetto a quelle del *crowdfunding* come, a titolo esemplificativo, il sostanziale *pseudoanonimato* nelle transazioni sui sistemi di *DLT* o l’offerta in vendita di valori digitali, a volte ancora non esistenti al momento della raccolta dei fondi fra il pubblico¹⁰⁷.

¹⁰⁴ Peraltro, le operazioni in questione si distinguono fra esse per il profilo informativo, non essendo sottoposto il *white paper* che, tuttora correda volontariamente – almeno sino all’entrata in vigore della proposta MiCA – alla disciplina della “*scheda contenente le informazioni chiave sull’investimento*” di cui all’art. 23 del Reg. UE 2020/1503 per il *crowdfunding*. Per uno studio più ampio sul tema dell’informazione resa in tali operazioni, cfr. MINNECI U., *L’informazione ai fruitori dei servizi*, in M. CIAN – C. SANDEI, *Diritto del Fintech*, Cedam, Milano, 2020, 73 ss.

¹⁰⁵ Tra i primi commenti cfr. P. CARRIÈRE, *Initial Coin Offerings (ICOs): Italia-Francia, due approcci regolatori a confronto, 15 gennaio 2020*, in <https://www.dirittobancario.it/>; ID, *Possibili approcci regolatori al fenomeno dei crypto-asset: note a margine del documento di consultazione della Consob*, *ivi*; G. GITTI – M.R. MAUGERI –, C. FERRARI, *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività*, in *ODCC*, 1, 2019, 95; F. RAFFAELE, *The recent view of the Italian market Authority (CONSOB) on initial coin offerings (ICOs) and crypto assets*, in *Dir. comm. int.*, 2020, 3, 799; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività: il nuovo approccio regolatorio della Consob*, 2019, in <https://www.dirittobancario.it/>; G.M. NORI, *op.cit.*, 204 ss.

¹⁰⁶ Va precisato che l’Autorità di regolazione italiana, in seno al Documento e al Rapporto citato, prevedeva un regime che in virtù di un meccanismo di *opt-in* consentisse al promotore dell’iniziativa di scegliere o meno l’impiego di una piattaforma regolamentata. Di conseguenza, anche le offerte promosse al di fuori del perimetro di tali piattaforme sarebbero rimaste legittime – salvi eventuali profili di abusivismo – ma generalmente riconoscibili dal pubblico come non assistite dalle medesime tutele approntate dal regime applicabile a quelle che, per volontà dell’emittente, avrebbero fatto accesso al circuito regolato.

¹⁰⁷ Nella prospettiva di distinguere i fenomeni, una parte della dottrina (PIRANI P.P., *op.cit.*, 336-337) evidenzia inoltre che, a livello fenomenologico, le *ICOs* si distinguono dal *crowdfunding* e dalle stesse *IPO* per il “*momento storico di riferimento*” in cui sono rispettivamente lanciate fra il pubblico: mentre, infatti, la *IPO* di regola viene attivata per la crescita di un’impresa societaria già affermata e operativa sul mercato e l’*equity crowdfunding* è impiegato nelle prime fasi di vita di un’impresa, invece le *ICOs* si candidano ad essere

1.5 I principali vantaggi

La notevole diffusione negli ultimi anni delle *initial coin offerings*, quale strumento impiegato da molte PMI e *start-up* per la sollecitazione all'investimento, si spiega in considerazione dei plurimi vantaggi che queste presentano.

In virtù di tali vantaggi, tanto dal lato del proponente/emittente, quanto dal lato degli aderenti, una parte della dottrina ha sottolineato enfaticamente l'effetto “*disruptive*” di tali operazioni rispetto ai canali di finanziamento tradizionali¹⁰⁸.

Da un punto di vista imprenditoriale, questa nuova modalità di *funding* appare, infatti, meno onerosa e più celere rispetto alle tradizionali forme di raccolta di capitale fra il pubblico: l'assenza di un soggetto terzo che si interpone nella procedura di collocamento del prodotto costituisce infatti un incentivo per i promotori/offerenti, in quanto evita i costi dell'intermediazione¹⁰⁹; sul punto, l'impiego della tecnologia *blockchain*, che consente la diretta registrazione delle transazioni tra le parti, e degli *smart contract* gioca infatti un ruolo determinante per l'operatività di tutto il sistema.

Queste innovazioni tecnologiche conferiscono rapidità all'attività sollecitatoria, al punto che le *ICO* più celebri hanno concluso la raccolta nel giro di qualche ora dall'avvio¹¹⁰.

Un ulteriore incentivo deriva dalla circostanza che la raccolta del risparmio avviene senza la diffusione del capitale sociale fra il pubblico, ove l'emittente sia una società: come sarà precisato, salvo il caso degli *investment/equity token*, l'offerta di *utility* o di *payment token* non comporta alcun trasferimento delle partecipazioni azionarie dell'ente, consentendo

trasversalmente impiegate in tutte le fasi della vita di un'impresa. Del pari, tale carattere di trasversalità opera altresì con riguardo ai destinatari dell'offerta: si sottolinea che se, da un lato, gli investitori di una *IPO* sono soprattutto “professionali” e quelli che aderiscono ad un'operazione di *equity* o *reward crowdfunding* potrebbero essere in gran parte spinti anche da ragioni altruistiche o filantropiche, dall'altro, gli aderenti ad una *ICO*, in modo del tutto variegato, sono investitori istituzionali, *business angel*, piccoli risparmiatori o meri consumatori.

Cfr. sul punto v. W.A. KAAL – M. DELL'ERBA, *op.cit.*, 3; nonché v. V. VILLANUEVA COLLAO – V. WINSHIP, *The New ICO Intermediaries*, in *The Italian Law Journal*, 2019, vol. 5, No. 02, 731, i quali sottolineano come le *ICO* potenzialmente si prestano meglio a raggiungere un numero più ampio di destinatari rispetto ai tradizionali strumenti di raccolta di capitale fra il pubblico.

¹⁰⁸ Cfr. D. BOREIKO – N. SAHDEV, *op.cit.*, 2. Nello stesso senso, v. W.A. KAAL – M. DELL'ERBA, *op.cit.*, 11.

¹⁰⁹ Sul punto cfr. S. ADHAMI – G. GIUDICI – S. MARTINAZZI, *Why do businesses go crypto? An empirical analysis of initial coin offering*, in <https://papers.ssrn.com/>; in senso conforme v. R. PISELLI, *Quando la decentralizzazione delle DLT incontra il mercato dei capitali: appunti sulle organizzazioni decentralizzate*, in *AGE.*, 2019, 1, 373; e P.P. PIRANI, *op.cit.*, 342.

¹¹⁰ Si veda a titolo di esempio, l'*ICO* di “*Filecoin*” che ha raccolto più di 200 milioni di dollari nell'arco di un'ora dal suo avvio o il progetto “*Brave*” che ha ottenuto circa 35 milioni di dollari nei primi secondi dell'offerta

all'organo amministrativo di realizzare il progetto imprenditoriale, senza mutare la compagine di maggioranza azionaria o dare ingresso a nuovi soci¹¹¹.

Ancora, un altro vantaggio deriva dal fatto che le distinte fasi delle *ICOs*, segnatamente quella della *pre-ICO*, consentono ai proponenti di avere sin da subito indicazioni utili circa la percezione del valore del bene/servizio offerto da parte degli aderenti all'iniziativa¹¹² e, al contempo, permettono di attrarre nuovi utenti, potenzialmente generando significativi "effetti di rete"¹¹³: ciò si verifica anche allorquando i promotori sottostimano volontariamente il valore dei *token* offerti in vendita ai primi investitori (i c.d. *early adopters*), al fine di attirare l'attenzione di un numero più ampio di investitori.

Anche dal punto di vista degli aderenti, tali operazioni possono rivelarsi attrattive per la frequente possibilità di negoziare in un mercato secondario il valore digitale acquistato nel contesto dell'offerta. Al di là della finalità di consumo, la potenziale liquidità del prodotto è infatti un *quid pluris* che spinge all'acquisto in vista di potenziali rendimenti della *res* acquisita e, al contempo, garantisce la possibilità di uscire agilmente dall'operazione. In questa prospettiva, merita di essere segnalato che, anche tramite le offerte di *assets* diversi dagli *utility*, si può raggiungere una platea di investitori potenzialmente molto ampia e variegata (non solo consumatori, ma anche *business angels* o altri investitori qualificati): tale circostanza si traduce in un elemento di attrattività sia per gli emittenti, che possono quindi diversificare il proprio *business plan* in considerazione delle distinte categorie di destinatari, sia, al contempo, per quest'ultimi e, fra essi, per gli investitori *retail* che, nell'ottica di una più ampia inclusione finanziaria, hanno più occasioni di aderire o meno a queste nuove operazioni.

1.6 (segue) e rischi dell'operazione

Se, da un lato, i vantaggi sopraindicati rendono particolarmente attrattiva questa modalità alternativa di *funding*, dall'altro non meno evidenti sono i rischi ad essa correlati. Tra essi vi sono quelli esclusivamente gravanti sull'emittente, altri condivisi tra le due parti e altri, infine, posti a carico dell'oblatore.

Tra i rischi unicamente gravanti sull'imprenditore che intende far ricorso a tale operazione, vi è quello dell'esposizione ad attacchi informatici provenienti

¹¹¹ Al contrario, com'è noto, le operazioni di *venture capital*, *IPO*, *equity crowdfunding* comportano l'ingresso nel capitale della società di nuovi soci.

¹¹² Sul punto cfr. L. FERRAIS, *op.cit.*, 280. Nello stesso senso v. S. ADHAMI – G. GIUDICI – S. MARTINAZZI, *op.cit.*, 2.

¹¹³ Ciò nel senso che all'aumentare dell'interesse degli utenti rispetto al prodotto offerto, aumenta altresì il valore di quest'ultimo. Cfr. G. GIUDICI – M. GUERINI – C. ROSSI-LAMASTRA *Reward-based crowdfunding of entrepreneurial projects: the effect of local altruism and localized social capital on proponents' success in Small Business Economics*, Springer, 2018, vol. 50 (2), 307-324.

da terze parti¹¹⁴, che possono riuscire, nei casi più gravi, anche a sottrarre tutte o parte delle somme raccolte, com'è infatti avvenuto nel noto caso “*The Dao*”¹¹⁵.

Non sembra invece un pericolo, come invece ritiene una parte della dottrina¹¹⁶, quello legato all'eterogeneità delle giurisdizioni potenzialmente applicabili all'operazione per il carattere transfrontaliero dei sistemi di *blockchain*, essendo semmai un profilo insito ai loro meccanismi di funzionamento e la cui gestione tecnica non può che ricadere in capo agli operatori del settore.

Appare invece un rischio condiviso tra l'offerente e gli oblati quello attinente ai difetti di corretta operatività dei sistemi informatici impiegati: in particolare, può considerarsi posto a carico del proponente quello attinente ai protocolli impiegati (gli *smart contract*) per la generazione o l'emissione dei *token*, che potrebbero fra l'altro presentare imprecisioni o errori di compilazione, mentre in capo agli aderenti quelli di malfunzionamento dei *wallet provider*¹¹⁷ ove sono conservati i *crypto-assets* per l'acquisto dei *token*.

Del pari, entrambe le parti sono tenute a far fronte all'accentuata volatilità che normalmente caratterizza il valore degli *assets* scambiati; da un lato, tale incertezza grava sull'emittente che, in cambio dei *token* offerti, sovente riceve criptovalute (come *bitcoin* o *ether*) impiegate quale mezzo di pagamento, in quanto la fluttuazione del loro valore rende particolarmente aleatorio il loro accumulo; dall'altro lato, tale pericolo potrebbe riguardare anche gli stessi aderenti all'offerta, così da compromettere significativamente la liquidità dei prodotti acquistati e l'eventuale loro disinvestimento¹¹⁸.

¹¹⁴ Per una più ampia casistica dei principali attacchi informatici alle piattaforme di scambio cfr. A. CAPONERA – C. GOLLA, *Aspetti economici e regolamentari delle «cripto-attività»*, in *Quest. di econ. e fin. (Banca d'Italia)*, 2019, n. 484, 10.

¹¹⁵ Nell'aprile 2016, una *start-up* tedesca “*Slock.it*” lanciò un progetto su *Ethereum* per raccogliere investimenti attraverso un'organizzazione decentralizzata (TheDAO): gli investitori acquistavano, in cambio di un corrispettivo in *Ether*, una specifica tipologia di *token* (i *DAO token*), che avrebbe attribuito loro diritti di voto e di ripartizione agli utili futuri connessi al progetto sottostante. I titolari di *DAO token* avrebbero potuto monetizzare i loro investimenti, alienando nuovamente detti *token* su altre piattaforme, che supportavano il “*trading*” secondario dell'operazione. Il caso però è passato alle cronache per l'attacco informatico subito a seguito della vendita dei *DAO token*, che riuscì a sottrarre circa 70 milioni di dollari, inducendo i fondatori a creare una piattaforma parallela e dunque un cambiamento radicale al protocollo della rete (c.d. *hard fork*). Sulla vicenda cfr. la pronuncia della statunitense SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), (SEC), *Report of Investigation Pursuant to Section 21 (a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO*. Release No. 81207, 25 luglio 2017, cit.

¹¹⁶ Viene inteso come un rischio da L. FERRAIS, *op.cit.*, 280-281.

¹¹⁷ Com'è noto, i *wallet* possono essere salvati online (c.d. “*hot storage*”) oppure offline (“*cold storage*”). Nel primo caso tali borsellini elettronici sono gestiti e conservati per conto del cliente da società a ciò specializzate (*wallet providers* o *exchanges*); mentre, nel secondo, sono salvati in remoto, su un dispositivo dell'utente.

¹¹⁸ Per un quadro dei rischi relativi all'operazione cfr. S. BRUNO, *Le iniziali coin offerings in una prospettiva comparatistica*, *op.cit.*, 1307-1308.

A ben vedere, però, i rischi maggiori incombono principalmente sull'investitore/consumatore¹¹⁹.

Una prima incognita è ravvisabile nella circostanza che non sempre l'emittente assume la forma giuridica societaria, potendo la campagna di raccolta essere condotta, com'è stato anticipato, da un *network* di individui che non fornisce alcuna garanzia di solvibilità. Né, d'altro canto, appare sempre agevole individuare il soggetto responsabile dell'emissione o, prima ancora, la giurisdizione avanti al quale esercitare la pretesa vantata¹²⁰ e sulla base di quale legge nazionale applicabile¹²¹.

Un'altra possibile insidia è quella delle asimmetrie informative¹²², che, a partire dalla fase antecedente all'acquisto, si prolunga durante la sua perfezione,

¹¹⁹ Più di recente, la Consob e la Banca d'Italia, nel lodevole tentativo di mettere in guardia gli investitori, hanno evidenziato, con un comunicato in data 28 aprile 2021, i rischi legati al fenomeno delle cripto-attività, tra cui la scarsa disponibilità di informazioni in merito alle modalità di determinazione dei prezzi; la volatilità delle quotazioni; la complessità delle tecnologie sottostanti; l'assenza di tutele legali e contrattuali, di obblighi informativi da parte degli operatori e di specifiche forme di supervisione su tali operatori nonché di regole a salvaguardia delle somme impiegate. Si v. *Comunicato Stampa, Consob e Banca d'Italia mettono in guardia contro i rischi insiti nelle cripto-attività*, del 28 aprile 2021. Tale iniziativa si iscrive tra quelle già assunte in passato, a livello nazionale, dalla Banca d'Italia con l'*Avvertenza per i consumatori sui rischi delle valute virtuali da parte delle Autorità europee* del 19 marzo 2018 e, ancor prima, con l'*Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette valute virtuali* del 30 maggio 2015; anche più di recente, in ambito europeo, cfr. le iniziative delle tre Autorità europee di supervisione: ESMA, EBA, EIOPA *Crypto-assets: Esas remind consumer about risks* del 17 marzo 2021, e l'*alert delle stesse ESMA, EBA and EIOPA warn consumers on the risks of Virtual currencies* del 12 febbraio 2018.

¹²⁰ Com'è noto, la legislazione eurounitaria tende ad individuare nel *locus damni* (e, per le obbligazioni derivanti da una fonte contrattuale, nel luogo di esecuzione della prestazione) il criterio di collegamento che radica la giurisdizione (cfr. art. 7, Reg. 1215/2012, c.d. Bruxelles I-bis). Tale criterio trova difficile applicazione nella *blockchain*, in ragione della decentralizzazione del sistema e dell'a-territorialità dell'esecuzione delle transazioni. Né sembra che la disciplina MiCA, nella formulazione attuale, assicuri agli investitori europei il diritto di radicare l'eventuale giudizio innanzi le corti territoriali, con il rischio di favorire l'arbitraggio normativo e il *forum shopping*. Per un più ampio approfondimento sul tema v. SANDEI C., *L'offerta iniziale di cripto-attività*, cit. 178 ss.

¹²¹ Per un più ampio approfondimento sui conflitti di legge e giurisdizione connessi al fenomeno *blockchain* v. I. M. BARSAN, *Legal Challenges of Initial Coin Offerings*, in *RTDF*, 2017, 3, 54, spec. 63. Sul punto v. anche A. GENOVESE, *Innovazione tecnologica e trasformazione del settore finanziario tra Initial Coin Offering (ICOs) e Investment Crowdfunding: quali sfide per l'Autorità di controllo?*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole*, a cura di G. FINOCCHIARO e V. FALCE, Zanichelli Editore, Bologna, 2019, 27 ss.: l'A. suggerisce che un'eventuale "regolazione finanziaria delle ICOs dovrebbe assoggettare alla giurisdizione nazionale da cui proviene il risparmio le ICOs che puntano a drenarlo".

¹²² Sottolinea la rilevanza del problema C. FISCH, *Initial Coin Offering (ICOs) to finance new ventures: An exploratory study*, 2018, in *Journal of Business Venturing*, 34, 2019, 1-22, il quale analizza i fattori determinanti della raccolta dei fondi, mediante le ICOs, sulla base della *signalling theory* di SPENCE M., *Job Market signaling*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 87 (3), 355-374 e *Signaling in retrospect and the informational structure of markets*, in *The American Economic Review*, 92, (3), 434-459; ma si veda pure CHEN K., *Information asymmetry in initial coin offerings (ICOs): Investigating the effects of multiple channel signals*, in *Electronic Commerce Research and Applications*, 2019, vol. 36, 1-11, consultabile anche al link <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1567422319300353>, il quale esamina i

sia pure affidata alla *blockchain* e all'operatività degli *smart contract*. Tale squilibrio informativo, normalmente insito nelle operazioni di raccolta di capitali fra il pubblico, è viepiù acuito in quelle in esame a causa di numerosi fattori, come, a titolo di esempio, la singolare complessità tecnica dell'innovazione digitale coinvolta, la novità delle *start-up* che si affacciano al settore, il sostanziale anonimato nelle transazioni sui sistemi di *DLT*, la possibilità che il *token* venduto non sia ancora esistente o il *business plan* sia ancora in una fase sperimentale al momento del perfezionamento del contratto¹²³.

Merita segnalare altresì un rischio, nel prosieguo più ampiamente approfondito, inerente l'offerta di *token* di utilità, ossia la possibilità che il bene o il servizio, cui questo dà accesso, non venga ad esistenza o sia, del tutto o in parte, difforme rispetto a quello pattuito.

A far da sfondo ai pericoli sopra indicati, v'è l'assenza di un quadro regolamentare che appronti una chiara qualificazione dei prodotti offerti e garantisca il consumatore rispetto a tali rischi assunti.

Come meglio sarà precisato, il sistema MiCA appare carente sul versante rimediabile degli *utility token-holders*, limitandosi a prescrivere in capo all'emittente l'obbligo di notifica all'Autorità competente e di pubblicazione sul proprio sito *web* del relativo *white paper* o l'obbligo di garantire a questi un diritto di recesso *ad nutum* entro quattordici giorni dal perfezionamento dell'acquisto di tali cripto-attività. Nulla, invece, dispone nel caso in cui il bene/servizio cui il *token* dà diritto non venga ad esistenza/non sia erogato; né precisa se e quali siano i rimedi *in forma specifica* in caso di beni/servizi non conformi rispetto alle legittime aspettative di consumo.

La questione dei rimedi presuppone, però, quella della classificazione e della qualificazione dei *token* offerti, sicché, prima di giungere alla prima, sembra inevitabile proseguire con l'esame di quest'ultima.

diversi canali informativi da cui trarre informazioni su tali offerte; oppure, PUORYOUSEFI S. – FROOMAN J., *The consumer scam: An agency-theoretic approach*, in *Journal of Business Ethics*, 2019, 154, 1, 1-12, che distingue tra la capacità di osservare e quella di giudicare dell'investitore; CHOD J. – E. LYANDRES, *A Theory of ICOs: Diversification, Agency, and Information Asymmetry*, in <https://papers.ssrn.com>, 25; T. BOURVEAU – E.T. DE GEORGE – A. ELLAHIE – D. MACCIOCCHI, *Early Evidence on the Role of Disclosure in the Unregulated Crypto Market*, in <https://marshall.usc.edu>; D.A. ZETZSCHE – R. P. BUCKLEY – D. W. ARNER – L. FOHR, *The ICO Gold Rush: It's a scam, It's a bubble, It's a super challenge for regulators*, in *European Banking Institute*, Working Paper Series, 18/2018, 2.

¹²³ Cfr. T. DAVYDIUK – D. GUPTA – S. ROSEN, *De-crypto-ing signals in Initial Coin Offerings: Evidence of rational token retention*, Carnegie Mellon University Working Paper, 2018, reperibile in internet al sito: <https://www.lebow.drexel.edu/>, i quali sottolineano anche che "The market is opaque because there are neither intermediaries nor face-to-face interactions between ICO investors and entrepreneurs".

CAPITOLO II

LA QUALIFICAZIONE GIURIDICA DEGLI *UTILITY TOKEN*

2.1 La nozione di cripto-attività: i nuovi “titoli digitali”

Prima di approfondire l’aspetto tassonomico che di regola caratterizza i *token* oggetto dell’offerta e tentare di fornire una qualificazione giuridica dei *token* di utilità, giova precisare che quest’ultimi sono ricompresi nella più ampia categoria delle cripto-attività.

A livello euro-unitario, tuttora manca una disposizione vigente che definisca la cripto-attività. Per far fronte a tale lacuna, la Proposta MiCA all’art. 3, par. 1, n. 2, la definisce come “*una rappresentazione digitale di valore o di diritti che possono essere trasferiti e memorizzati elettronicamente, utilizzando la tecnologia di registro distribuito o una tecnologia analogica*”¹²⁴.

Tale definizione appare particolarmente vaga e non riesce a delimitare con chiarezza il fenomeno, soprattutto nella parte in cui fa riferimento al concetto piuttosto ampio di “*rappresentazione*” di valore o di diritti.

Né, allo stesso modo, il concetto di “*valore*” presenta un significato univoco, potendo senz’altro ricomprendere anche qualsiasi fattispecie a carattere non patrimoniale; semmai, detta nozione potrebbe assumere significato giuridico più determinato se fosse inteso come valore “*mobiliare*”, ma a quel punto la definizione non avrebbe più lo scopo di ricomprendere i diversi tipi di *token* collocabili con un’operazione di offerta al pubblico, concentrandosi invece su quelli che, come a breve si vedrà, direttamente assumono la forma di strumenti finanziari, sia pure nella versione tokenizzata.

La definizione di cripto-attività in parola sconta, fra l’altro, la difficoltà di ricomprendere in essa fenomeni ampiamente diversi tra loro: dalle criptovalute con esclusiva funzione di pagamento (“*rappresentazioni digitale di valore*”) ai *token* con finalità di investimento o a quelli, ancora, con un mero scopo di consumo (“*rappresentazioni digitale di (...) diritti*”).

Con riguardo ai *token* di utilità, sembra cogliere meglio nel segno una definizione che li descriva come “*titoli digitali*” o “*documenti digitali*” che incorporano “*diritti*” e non già “*valori*”, una volta che, sul piano (im)materialistico, gli stessi assumono la forma di una stringa alfanumerica registrata elettronicamente che circola mediante l’infrastruttura tecnologica del registro distribuito e, sul piano funzionale, sono diretti ad essere impiegati per l’acquisto di beni o servizi unicamente prodotti dall’emittente e non anche a

¹²⁴ Ad aver contribuito alla definizione sembra essere stata anche l’*European Securities and Markets Authority* (ESMA), con l’*Advice on Initial Coin Offering and Crypto-Assets*, del 9 gennaio 2019, reperibile in <https://www.esma.europa.eu>, in cui si legge “*Crypto-assets are a type of private asset that depends primarily on cryptography and Distributed Ledger Technology (DLT)*”.

fungere da mezzo di scambio generale nei rapporti giuridici coi terzi¹²⁵. In ragione di ciò, la nozione di *token* di utilità – se veramente vuole essere colta nella sua dimensione dinamica – non andrebbe intesa come fine a sé stessa, dovendo invece necessariamente essere agganciata all’operazione di finanziamento dell’impresa che la presuppone¹²⁶.

Pertanto, ai fini delle *ICOs*, gli *utility* sembrano meglio essere ricondotti nella definizione proposta dalla Consob, con il “Documento per la discussione” del 19 marzo 2019, che circoscrive la macrocategoria delle cripto-attività alle “registrazioni digitali rappresentative di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali”¹²⁷; anzitutto perché, come si diceva, la stessa pare descrivere il fenomeno più chiaramente, facendo unicamente riferimento alla registrazione digitale di “diritti” e non anche di “valori”; e, in secondo luogo, in quanto si chiarisce che tali diritti sono strettamente connessi alla realizzazione di un “progetto imprenditoriale”, in ciò cogliendo il fulcro delle *initial coin offerings* che nascono e si sviluppano proprio al precipuo fine di finanziare una nuova attività d’impresa¹²⁸.

A tal fine, non soccorre invece la definizione di “valuta virtuale” elaborata, a livello di rango primario, dal legislatore italiano all’art. 1, comma 2, lett. qq), D.lgs. 231/2007, in seguito alle modifiche apportate dall’art. 1, co. 1, lett. h), del D.lgs. 4 ottobre 2019 n. 125¹²⁹, in quanto finalisticamente dettata per

¹²⁵ Va tenuto in considerazione, inoltre, che, alla base delle offerte pubbliche di tali *assets*, opera un meccanismo di “tokenizzazione dell’economia” che conduce all’attribuzione di situazioni giuridiche soggettive incorporate in uno strumento digitale, indipendentemente dal fatto che questo abbia un suo intrinseco “valore” patrimoniale o meno. Sul punto v. E.M. INCUTTI, *Regulating Initial Coin Offering and crypto-assets. A postcard from Italy*, in E. BARGELLI – V. CALDERAI, *A Contract Law for the Age of Digital Platforms?*, Pisa, Pacini Giuridica, 2021, 94; R. DE CARIA, *Il diritto di fronte alla tokenizzazione dell’economia*, in *Il diritto dell’economia*, 2020, 1, 855-873; P. LAURENT – T. CHOLLET – M. BURKE – T. SEERS, *The tokenization of assets is disrupting the financial industry. Are you ready?*, in *Inside magazine*, 19, 02, in <https://www.wyoleg.gov/>.

¹²⁶ Sul dibattito insorto sul punto v. il “Documento per la discussione” di Consob dello scorso 19 marzo 2019.

¹²⁷ Anche in tal caso, la definizione chiarisce che le stesse sono “*create, conservate e trasferite mediante tecnologie basate su registri distribuiti*”, alle quali “*occorre riconnettere la capacità di consentire l’identificazione del titolare dei diritti relativi agli investimenti sottostanti e incorporati nella cripto-attività o crypto-asset*”.

¹²⁸ Per una definizione non strettamente collegata alle *ICOs*, si veda EUROPEAN BANKING AUTHORITY (EBA), *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*, 9 gennaio 2019, in <https://www.eba.europa.eu/>, secondo il quale “*Crypto-asset means an asset that: a. depends primarily on cryptography and distributed ledger technology (DLT) or similar technology as part of its perceived or inherent value, b. is neither issued nor guaranteed by a central bank or public authority, and c. can be used as a means of exchange and/or for investment purposes and/or to access a good or service*”.

¹²⁹ La disposizione definisce la valuta virtuale come “*la rappresentazione digitale di valore, non emessa né garantita da una banca centrale o da un’autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l’acquisto di beni e servizi o per finalità di investimento e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente*”.

scopi antiriciclaggio e comunque volta a descrivere fenomeni parzialmente diversi e a volte impropriamente confusi con quello in parola¹³⁰.

2.1.1 (segue): “circolazione della ricchezza assente”?

Ora, la definizione qui proposta di “titolo digitale”, se pare descrivere meglio il fenomeno delle cripto-attività, merita però una precisazione.

La creazione dei *token* digitali sembra infatti riflettere le note logiche dei titoli di credito che, destinati alla circolazione, attribuiscono il diritto ad una determinata prestazione¹³¹. In entrambi i casi si assiste infatti alla *fiction* dell'*incorporazione*¹³² di diritti in un “documento”, ancorché, nel caso dei *token*,

La definizione *de qua* aggiunge espressamente, rispetto a quella di moneta virtuale di cui alla direttiva 2018/843/UE del 30 maggio 2018 (in modifica della c.d. IV direttiva antiriciclaggio), la finalità di investimento. Pone in luce tale distinzione anche Cass. pen., 10 ottobre 2021, n. 44337, in <https://www.cortedicassazione.it/>.

In tema cfr. G. DONADIO, *Dalla “nota di banco” all’informazione via Blockchain: profili civilistici e problemi applicativi della criptovaluta*, in *Giust. civ.*, 2020, 1, 173; MURINO F., *Riflessioni sulle Initial Coin Offering (ICO) e sugli utility token*, in *Fintech* a cura di FIMMANÒ F. – FALCONE G., Napoli, Edizioni Scientifiche italiane, 2019, 435-448.

¹³⁰ Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, IX ed., Giappichelli Editore, Torino, 2017, 25-26, il quale sottolinea come, rispetto ai *token* emessi nell’ambito di un’offerta pubblica, le criptovalute sono accomunati da un’analogia matrice tecnologica – ossia sono creati e circolano mediante la tecnologia del registro distribuito – ma sono ben distinte “*se non altro in quanto la più celebre e diffusa criptovaluta (Bitcoin) nasce per effetto di un fenomeno per così dire “orizzontale” – ossia è frutto dei meccanismi di “estrazione” e validazione prodotti dalla rete, diffusi nei relativi nodi identificabili come “miners” – e non già per effetto di un’operazione posta in essere da un emittente chiaramente individuale, come, invece tipicamente accade per i token emessi nel contesto di ICOs*”; fermo inteso che, come meglio sarà precisato nel § 2.7, in via di prassi sono presenti fenomeni di ibridazione che combinano la funzione di mezzo di scambio, propria delle criptovalute, con quella prevalentemente di consumo dei *token* emessi nel contesto di una *ICO*.

Si veda anche G. GITTI, *op.cit.*, 13 ss., il quale distingue tra “*native token*”, quali parte del protocollo della rete *blockchain* cui ineriscono, e gli “*on-chain token*” emessi invece a seguito dell’intervento di uno *smart contract*.

¹³¹ A rigore l’esame della questione presupporrebbe una pacifica definizione dei titoli di credito che, invece, com’è noto da tempi risalenti è una *vexata quaestio*. È sufficiente far cenno alla disputa metodologica tra T. ASCARELLI, *Il problema preliminare dei titoli di credito e la logica giuridica*, in *Riv. dir. comm.*, 1956, I, 397 ss. e G. FERRI, *La teoria «realista» dei titoli di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1972, I, 36 ss.; cfr. pure M. LIBERTINI, *Profili tipologici e profili normativi nella teoria dei titoli di credito*, Milano, Giuffrè, 1969, 97; F. CHIOMENTI, *Il titolo di credito*, Giuffrè, Milano, 1977, 5 ss.; G.L. PELLIZZI, *La fattispecie «titoli di credito»*, in *Riv. dir. civ.*, 1957, I, 548; B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, Giuffrè, 1999; A. ASQUINI, *Titoli di credito e in particolare cambiale e titoli bancari di pagamento*, Padova, 1966, 112; P. SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, Torino, Giappichelli, 1992; ID., *Introduzione al diritto dei titoli di credito. Documenti circolanti, circolazione intermediata e password*, Torino, Giappichelli Editore, 2012.

¹³² Cfr. G.L. PELLIZZI, *Studi sui titoli di credito*, cit., 28, a dire del quale “*ciò che contraddistingue la fattispecie «titolo di credito» è la volontà (non importa se della legge, della coscienza sociale o del singolo) di incorporare un diritto in un documento*”. Di diverso avviso era C. VIVANTE, *Le cose: Mercè e titoli di credito, la cambiale*, 1929, 5° ed., Vallardi, Milano, 122, che riteneva “volgare” parlare di incorporazione, trattandosi, a dire dell’Autore, più

in forma crittografica e in assenza di un elemento come la *chartula*¹³³: nelle due fattispecie, infatti, opera la finzione giuridica in base alla quale si ritiene che oggetto di circolazione sia il “documento”, anziché il diritto in esso menzionato¹³⁴.

Al pari dei titoli di credito, anche i documenti crittografici costituiscono, come autorevolmente definiti, “*una massa soprastante alle cose*”¹³⁵, e si prestano ad essere al contempo strumenti di legittimazione per l’esercizio dei diritti in essi incorporati e veicolo per la più agevole circolazione della ricchezza che essi rappresentano¹³⁶. Ciò, peraltro, con un’ampia possibilità di trovare applicazione in settori eterogenei, in quanto i *token*, emessi nel contesto di una *ICO*, si prestano a “*veicolare qualsiasi contenuto*”¹³⁷ e, non avendo un valore di per sé intrinseco, lo assumono – come per i titoli di credito – per ciò che questi registrano o documentano¹³⁸.

In quest’ottica, quella delle cripto-attività sembrerebbe assurgere ad una nuova declinazione di un fenomeno già noto, collocandosi in uno stadio più evoluto dei “*documenti che registrano situazioni soggettive che danno accesso a «ricchezza assente»*”¹³⁹, ad ulteriore sviluppo del percorso che ha interessato alcuni titoli di credito dapprima nelle note forme del deposito accentrato e, successivamente, mediante la dematerializzazione¹⁴⁰ (come accaduto per i titoli

esattamente di un fenomeno in base al quale il titolo porta con sé ogni diritto “*e non si può fare alcun mutamento nella portata del titolo senza annotarlo sopra di esso*”; v. pure F. MESSINEO, *I titoli di credito*, vol. 1, II ed., Cedam, Padova, 1933, 8, il quale invece discorreva anche di “*(compenetrazione, o imminenza) del diritto (oltreché della dichiarazione) nel titolo*”.

¹³³ Sul punto cfr. G.L. PELLIZZI, *Studi sui titoli di credito*, Padova, Cedam, 1960, 9, secondo il quale “*la semplice realtà documentare o cartolare (il foglio di carta e le indicazioni grafiche che vi appaiono) non conterrà, nell’assoluta maggioranza dei casi, elementi sufficienti per far riconoscere, di per sé, la presenza della fattispecie «titolo di credito»*”.

¹³⁴ Cfr. F. GALGANO, *I titoli di credito*, Cedam, Padova, 2009, 8, il quale afferma che l’invenzione del titolo di credito risiede “*nell’assumere la chartula, ossia il pezzo di carta, non più come semplice fonte di prova, bensì come oggetto stesso di diritti*”.

¹³⁵ Così C. VIVANTE, *op.cit.*, 123.

¹³⁶ Cfr. D. FAUCEGLIA, *Il problema dell’integrazione dello smart contract*, in *Contr.*, 2020, 5, 591 ss. il quale evidenzia come “*La nuova era tecnologica offre, dunque, l’ingresso a nuovi titoli atipici (ex art. 2004 c.c.) che rispondono ad un bisogno di mobilitazione della ricchezza digitalmente rappresentata dal token*”; in tal ottica, si evidenzia, anche che lo *smart contract* è funzionale alla circolazione di questa nuova *smart property*.

¹³⁷ C. SANDEI, *Le initial coin offering nel prisma dell’ordinamento finanziario*, cit., 394.

¹³⁸ Su tale carattere dei titoli di credito, cfr. B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., 34-35, a dire del quale peraltro “*il valore aggiunto alla res è dato appunto dalla documentazione sulla res di qualcosa*”.

¹³⁹ L’espressione è, com’è noto, quella di P. SPADA, *La circolazione della «ricchezza assente» alla fine del millennio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, 407.

¹⁴⁰ Com’è noto taluni titoli di credito sono stati dapprima soggetti alla disciplina della circolazione tramite il meccanismo del deposito accentrato e poi privati di materialità attraverso la c.d. dematerializzazione del titolo. Ciò ha fatto registrare divergenze esegetiche in ordine alla presenza o meno di una continuità giuridica tra i titoli di credito e gli strumenti finanziari dematerializzati o meno. Per la prima posizione si v. M. CIAN, *Titoli dematerializzati e circolazione cartolare*, Milano, Giuffrè, 2002, 439 ss.; ID., *La dematerializzazione degli strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, I, 641, 670; A. STAGNO D’ALCONTRES, *Il*

del debito pubblico, le azioni di società quotate o altri strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati ex D.lgs. 24 giugno 1998, n. 213, artt. 28, e ss.).

Senonché, ad uno sguardo più attento, plurime appaiono le questioni esegetiche in ordine alla possibilità di ricondurre la categoria delle cripto-attività nel novero dei titoli di credito e, in caso di esito positivo, di applicarvi la relativa disciplina¹⁴¹.

Al di là, infatti, dell'incorporazione di situazione giuridiche in un documento crittografico, non appare ancora ampiamente esaminato in dottrina se quest'ultimo possiede i caratteri essenziali dei titoli di credito e se eventualmente sia compatibile con la relativa disciplina.

Se, nell'ambito dei titoli di credito, il contenuto del diritto è esclusivamente determinato dal tenore *letterale* del documento, nelle cripto-attività tale letteralità andrebbe intesa in chiave evolutiva, in quanto le informazioni sono "crittografate" e necessitano di uno strumento tecnologico (ad esempio un *computer* o uno *smartphone*) per essere lette: da qui, difficilmente l'interprete potrebbe ammettere che il titolo dia al portatore "*nulla di più e nulla di meno di quanto risulta dalla lettera*"¹⁴²; tale carattere, peraltro, appare per lo più assente se si considera che la circolazione del *token* abbisogna normalmente di un *white paper* che espliciti ai potenziali acquirenti le facoltà e i diritti correlati al suo impiego.

Né, in effetti, può senza dubbi affermarsi che il *token* costituisca un documento crittografico "astratto", nel senso che la posizione giuridica del possessore del documento sia indipendente dalla causa della sua emissione: non pare possa ritenersi il *token* privo di influenza dalle vicende del rapporto sottostante, in quanto la sua circolazione è affidata agli automatismi propri dello *smart contract* che lo governa¹⁴³: in quest'ottica è infatti possibile che l'esecuzione automatica delle condizioni contrattuali relative al rapporto sottostante possa inevitabilmente incidere sulla circolazione del documento crittografico.

Allo stesso modo, appare dubbio, in considerazione dell'innovazione tecnologica sottostante, se le cripto-attività unitariamente intese siano

titolo di credito. Ricostruzione di una disciplina, Torino, Giappichelli, 1999, 6 ss.; più di recente, si v. N. DE LUCA, *L'antifattispecie cartolare. Contributo allo studio dei titoli di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, I, 93.

¹⁴¹ Per un'ampia analisi della disciplina degli strumenti finanziari dematerializzati cfr. B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., 121 ss.

¹⁴² G. COTTINO, *Diritto commerciale*, vol. 2, tomo primo, II ed., Padova, Cedam, 1992, 224.

¹⁴³ Tale carattere va inteso in senso relativo nei confronti del terzo da cui il titolo perviene e non nei rapporti tra coloro che si trovano in una relazione immediata e diretta. Sul punto cfr. G. COTTINO, *op.cit.*, 224. Cfr. T. ASCARELLI, *L'astrattezza dei titoli di credito*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, 412 ss.

caratterizzate dall'*autonomia* che invece connota il titolo di credito¹⁴⁴: non appare infatti ampiamente approfondito in dottrina se l'attivazione dello *smart-contract*, con la conseguente attribuzione del *token* all'acquirente, dia luogo ad un acquisto a titolo originario, rendendo la posizione creditoria di quest'ultimo indipendente da quella dei possessori precedenti, ove ve ne siano già stati¹⁴⁵.

Del pari, un ulteriore problema sorge ove si presti attenzione alla circostanza che, mentre per i titoli di credito chi ne consegue il possesso nelle forme previste dalla legge – diverse, com'è noto, per i titoli al portatore, all'ordine e nominativi – è legittimato all'esercizio dei diritti "cartolari", manca invece per le crypto-attività una disposizione come quella di cui all'art. 1992 c.c. – invece prevista per i titoli di credito – che ne colleghi la legittimazione al possesso "immateriale": è questo un ulteriore punto di distacco rispetto ai titoli di credito, che non è neppure conciliabile con il riferimento alla dematerializzazione disposta dalla legge¹⁴⁶, per il fatto di essere un fenomeno totalmente decentralizzato; la circolazione del *token* nell'ambito dei registri decentralizzati, com'è stato sottolineato in dottrina, non implica infatti che sia "*rappresentato cartolarmente e nemmeno che sia allestito da un intermediario*"¹⁴⁷.

In aggiunta ai rilievi sopra posti, v'è un'altra considerazione che merita attenzione: l'eventuale estensione della disciplina generale dei titoli di credito al fenomeno delle crypto-attività pare rivelarsi priva di un'effettiva utilità: se la funzione tipica e costante della disciplina generale dei titoli di credito è prioritariamente quella di agevolare e semplificare la circolazione dei diritti di credito¹⁴⁸, rispetto alla cessione del credito di cui all'art. 1260 c.c., non pare che il nuovo fenomeno ne abbia bisogno, una volta che i registri distribuiti danno luogo già di per sé ad un sistema in cui è agevole scambiare valori in modo sicuro, trasparente, celere e in assenza di un intermediario. Sotto questo profilo, i *crypto-assets* si fondano su regole di circolazione convenzionalmente accettate dalle parti, lontani dagli schemi cartolari di credito tipizzati dalla legge.

¹⁴⁴ Sul concetto v. G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, Unione Tipografico-Editrice Torinese, Torino, 1952, 387 ss.

¹⁴⁵ Di regola invece ciò vale per i titoli di credito "*sia sotto il profilo della titolarità che sotto quello del contenuto del diritto portato dal documento*", come evidenziato da F. MARTORANO, *Titolo di credito*, Milano, Giuffrè, 1992, 15.

¹⁴⁶ La dematerializzazione, com'è noto, implica che il trasferimento e l'esercizio dei diritti incorporati nel titolo si effettuano per il tramite di intermediari autorizzati, che mantengono un apposito conto, nel quale si registrano movimenti e vincoli relativi al titolo.

¹⁴⁷ Così E. RULLI, *Incorporazione senza res e dematerializzazione senza accentratore: appunti sui token*, in *ODC*, 2019, 1, 124.

¹⁴⁸ In materia di titoli di credito, le esigenze di celerità, semplicità e sicurezza in punto di trasferimento del diritto sono notoriamente soddisfatte mediante l'applicazione delle disposizioni sulla circolazione dei beni mobili.

Al di là di quest'ultima considerazione, non appare possibile ricondurre la generale categoria delle cripto-attività a quella dei titoli di credito¹⁴⁹, salvo poter più dettagliatamente circoscrivere – ma questa, com'è evidente, non è la sede – tali riflessioni ai quei *token* di investimento che rappresentano diritti di partecipazione societaria¹⁵⁰.

2.2 La tradizionale classificazione tripartita delle cripto-attività e la sua utilità

Come anticipato, nell'ambito delle offerte al pubblico di *crypto-assets*, l'emittente è libero di determinare la struttura e la funzione che in concreto il *token* offerto può assumere. Tale varietà, in uno con l'assenza di una terminologia comune e di una compiuta regolazione, ha sollevato non pochi dubbi in ordine ad una loro possibile classificazione tipologica.

Al momento non esiste una classificazione positiva dei *token* emessi nel contesto di una *ICO*. Quella maggiormente condivisa a livello comunitario è la classificazione tripartita proposta dall'Autorità federale di vigilanza svizzera sui

¹⁴⁹ Anche in ragione di quanto appena detto, pare invece che la specifica categoria degli *utility* si avvicini, sotto il profilo “cartolare” – o, meglio, della sua “immaterialità cartolare” – a quella dei documenti di legittimazione identificativi dell'avente diritto alla prestazione, a cui, a norma dell'art. 2002 c.c., non si applicano le disposizioni generali sui titoli di credito (nello stesso senso, sembrano le riflessioni di F. MURINO, *Riflessioni sulle Initial Coin Offering (ICO) e sugli utility token*, cit., 435-448, benché l'A. ritenga che la fattispecie in esame dia luogo ad una vendita di cosa futura o un contratto di appalto con attribuzione di documenti di legittimazione).

Tale ricostruzione pare trovare, infatti, conferma nella recente risposta n. 507 del 12 ottobre 2022 dell'Agenzia dell'Entrate all'interpello proposto da una società, operante nel campo della protezione del diritto di autore mediante “notarizzazione” delle opere in *blockchain*, con la quale l'Agenzia ha affermato, sia pure “*ai fini IVA*”, che i *token* di utilità, oggetto del caso di specie, andavano qualificati “*alla stregua di documenti di legittimazione ai sensi dell'articolo 2002 del codice civile poiché conferi(vano) al portatore il diritto di ottenere dalla Società una prestazione a prezzo ridotto rispetto a chi tale token non poss(ede)va*”; in tal modo, a dire dell'Agenzia, la “*cessione di un documento di legittimazione non assume rilevanza ai fini IVA: non integra, in sé, una prestazione di servizi o una cessione di beni, limitandosi a identificare*” il soggetto legittimato, sia pure in forma “*pseudonimata*”, a ricevere la prestazione promessa: in questa prospettiva, la sola negoziabilità nelle piattaforme secondarie di questi *asset* non trasformerebbe la loro natura di identificazione dell'avente diritto, purché, dopo l'emissione, non subiscano mutamenti tali da far assumere – come più avanti sarà specificato – una qualificazione ibrida, a metà con quella degli strumenti di investimento o di pagamento. Sui caratteri dei documenti di legittimazione cfr., fra i tanti, B. LIBONATI, voce *Titoli impropri e documenti di legittimazione*, in *Noviss. Digesto it.*, XIX, Torino, 1973, 361; P. SPADA, *Titoli atipici (voce)*, in *Enc. giur.*, Roma, 1994, 3 ss.; M. VASELLI, *Documenti di legittimazione e titoli impropri*, Giuffrè, Milano, 1958, 45 ss.; G. COTTINO, *op.cit.*, 224; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, Contratti, Titoli di credito, Procedure concorsuali*, 3, 4° ed., a cura di M. CAMPOBASSO, Utet, Torino, 2008, 269-270; e più di recente, v. N. DE LUCA, *L'antifattispecie cartolare. Contributo allo studio dei titoli di credito*, cit., 93 ss.

Prima, però, di addentrarci sull'aspetto qualificatorio dei *token* qui esaminati, converrà esaminare il profilo tassonomico delle cripto-attività entro cui questi sono ricompresi.

¹⁵⁰ Per una più ampia riflessione sul tema qui accennato cfr. N. DE LUCA, *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza assente*, cit., 101 ss.

mercati finanziari¹⁵¹ (FINMA), che, seguendo un approccio di *soft law*, orientato alla funzione economica dell'*asset* offerto, distingue tra:

a) *token* di pagamento, il cui scopo principale è di essere impiegato come mezzo di pagamento per l'acquisto di beni o servizi, che mira a mantenere un valore stabile, collegato a quello di una moneta avente corso legale¹⁵²;

b) *token* di utilizzo, che garantisce il diritto di fruire di beni o servizi esclusivamente nei confronti dell'emittente, senza poter essere utilizzato come mezzo di pagamento generale nei rapporti coi terzi¹⁵³;

c) e *token* d'investimento che invece rappresenta, ancorché in forma crittografata, azioni, obbligazioni o strumenti finanziari derivati¹⁵⁴.

A complicare il quadro, già di per sé non agevole per la difficoltà di ricondurre entro definizioni circoscritte un fenomeno così variegato, è la circostanza che, in via di prassi, sono stati creati ed emessi prodotti crittografati che combinano i diversi caratteri tra quelli sopraindicati: rientra nella categoria di tali *token* c.d. "ibridi", a titolo esemplificativo, l'*asset* digitale che attribuisce al *token-holder* il diritto di accedere a determinati beni o servizi dell'emittente e al contempo di esercitare il diritto di voto in assemblea o di partecipare alla distribuzione dei dividendi per l'attività sociale esercitata dall'emittente. Tali casi, come sarà precisato al § 2.7, inducono quindi l'interprete ad interrogarsi circa la possibilità di applicare più discipline ad un medesimo fenomeno o piuttosto prescegliere, sulla base di un criterio di prevalenza, quella che meglio si adatta in ragione dei caratteri predominanti di uno o dell'altro tipo.

¹⁵¹ FINMA, *Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle initial coin offering (ICO)*, 16 febbraio 2018, reperibile al seguente indirizzo: www.finma.ch, ma si veda pure, nello stesso sito, il *Supplemento alla guida pratica per richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle initial coin offering (ICO)*, Edizione dell'11 settembre 2019, della medesima Autorità.

¹⁵² Cfr. l'art. 3, par. 1, n. 4, MiCA.

¹⁵³ L'art. 3, par. 1, n. 5 dell'iniziativa regolamentare in parola li definisce come un "*a type of crypto-asset which is only intended to provide access to a good or a service supplied by the issuer of that token*".

¹⁵⁴ In questo caso, l'offerta pubblica avente ad oggetto tali *assets* darebbe luogo più dettagliatamente ad una *Security Token Offerings* "STO", per il collocamento di uno degli strumenti finanziari previsti a livello europeo dalla disciplina MiFID II. Sul punto, è nota la vicenda "*Bitbond*" in cui l'Autorità di vigilanza tedesca (BaFin) ha autorizzato una Società, in data 18 febbraio 2019, ad emettere in *blockchain* titoli di debito. Giova inoltre al riguardo richiamare l'art. 9, del Decreto Delegato 27 febbraio 2019, n. 37 della Repubblica di San Marino che ha consentito l'emissione di *security token* rappresentati da azioni, strumenti finanziari partecipativi e titoli di debito dell'emittente.

Al di là del problema dell'ibridazione, la tassonomia in esame è stata ampiamente apprezzata da molti studiosi¹⁵⁵ e da alcune Autorità europee¹⁵⁶ per il fatto di tentare una distinzione dei *token* offerti in considerazione dei diritti che questi attribuiscono al detentore, con le naturali conseguenze in punto di disciplina applicabile.

Si tratta, infatti, di una tassonomia di *soft law* puramente descrittiva, lungi da un rigoroso modello di *hard law*¹⁵⁷ volto a fornire un'elencazione tassativa delle diverse tipologie di *token*, con una fonte di rango primario¹⁵⁸.

V'è però da precisare che tale classificazione non è da tutti condivisa e ritenuta utile, in quanto taluni *assets*, come gli *utility token*, “combine the customer payment mechanism that makes them similar to platform currencies, the utility component and, when tradable on a secondary market, the investment one—all in a single instrument”¹⁵⁹; e, d'altro canto, la stessa risulta essere solamente un punto d'inizio non risolutivo per l'attività ordinatoria richiesta all'interprete dal fenomeno in esame, sia perché, in alcuni casi, non sembra in

¹⁵⁵ Sulla tassonomia tripartita in questione cfr., fra i tanti, P. HACKER – C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, 12.; A. WRIGHT – J. ROHR, *Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Market*, 2017, in *Cardozo Legal Studies Paper* no. 527, 464 ss., reperibile al seguente indirizzo: <https://papers.ssrn.com>; P. ZICKGRAF, *Initial Coin Offerings (ICOs)*, in P. MAUME – L. MAUTE – M. FROMBERGER, *The Law of Crypto Assets, A Handbook*, Verlag C.H.Beck, München, 2022, 174 ss.; A. GURREA-MARTINEZ – N.R.LÉON, *op.cit.*, 120 ss.; V.T. EULER, *The Token Classification Framework; A Multi-dimensional Tool for Understanding and Classifying Crypto Tokens*, <https://www.untitled-inc.com>; P. CARRIÈRE, *Il fenomeno delle cripto-attività (crypto-assets) in una prospettiva societaria*, in *Banca Impresa Società*, 2020, 3, 461; R. VAMPA, *Fintech e criptovalute: nuove sfide per la regolazione dei mercati finanziari*, in *Fintech* a cura di F. FIMMANÒ – G. FALCONE, Napoli, Edizioni Scientifiche italiane, 2019, 569; F. RAFFAELE, *Initial coin offerings e cripto-attività: un'analisi comparata tra “arbitraggio tecnologico” ed eterogenesi dei fini dell'approccio regolatorio italiano*, *op.cit.*, 523; M. NICOTRA, *Il regime giuridico delle ICOs. Analisi comparata e prospettive regolatorie italiane*, 24 aprile 2019, in <https://www.dirittobancario.it/>.

Per una classificazione parzialmente differente cfr. J. KRANZ – E. NAGEL – Y. YOO, *Blockchain token sale*, in <https://link.springer.com/article/10.1007/s12599-019-00598-z>.

¹⁵⁶ Cfr. il “Report with advice for the European Commission on crypto-assets” dello scorso 9 gennaio 2019 dell'EUROPEAN BANKING AUTHORITY (EBA), consultabile al sito <https://eba.europa.eu>. Nella stessa posizione, v. l'Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-assets, 9 gennaio 2019, in <https://esma.europa.eu> dell'EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), secondo la quale “Some crypto-assets, sometimes referred to as ‘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’ cryptoassets, 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”.

¹⁵⁷ Sembra costituirne un esempio la legge albanese sulla finanza decentralizzata n. 66 del 2020, per il dettagliato tentativo di caratterizzazione dei *token* ivi elencati.

¹⁵⁸ M. ORTINO, *Il soft law nella disciplina dei mercati finanziari*, in *Banca, Impr. e Soc.*, 2020, 96 ss.

¹⁵⁹ D. BOREIKO – G. FERRARINI – P. GIUDICI, *Blockchain Startups and Prospectus Regulation*, cit.

effetti possibile tracciare una netta linea di demarcazione tra i diversi *token*, sia per il fatto che quest'ultimi spesso non presentano un contenuto tendenzialmente omogeneo, così da poter essere unitariamente considerati.

L'approccio che si traduce nella distinzione dei *crypto-assets* in tre categorie di base è stato criticato anche da un'altra parte della dottrina, in quanto fondato solamente su una ricostruzione, definita "*bottom-up*", del contenuto *ex se* e della funzione del *token*, dovendosi preferirsi, secondo quest'ottica, un metodo di analisi "*top-down*", che non trascuri la dimensione dinamica del fenomeno, ossia la "circolazione" e lo "scambio" di tali valori digitali nei mercati secondari¹⁶⁰: ciò in quanto anche un *token* privo dei caratteri di finanziarietà (come uno *utility token* puro), se negoziato su un mercato secondario qualificabile come *trading venue* (mercato regolamentato, MTF, OTF) ai sensi della disciplina MiFID II, dovrebbe assumere la qualificazione giuridica di uno strumento finanziario e dunque essere destinatario della relativa disciplina comunitaria, nonché di quella nazionale applicabile ai prodotti finanziari.

Ad opinione di chi scrive, invece, la tassonomia tripartita in parola andrebbe mantenuta e anzi rafforzata per più ordini di ragioni.

I rilievi che inducono a non ritenere utile la classificazione sopraindicata sembrano muovere dalla categoria di *token* più complessa da qualificare: gli *utility*, sia perché già di per sé sono impiegati per aver accesso ai beni o servizi forniti dall'operatore economico (e quindi soddisferebbero una funzione di pagamento simile a quella dei *payment*), sia in quanto, se negoziabili nei mercati secondari, possono presentare anche elementi di finanziarietà propri degli *investment token*.

Va però tenuto in considerazione che, come evidenziato dallo stesso orientamento contrapposto, la funzione di pagamento dei *token* di utilità è limitata all'acquisto dei beni/servizi forniti dall'emittente (o comunque destinata ad una cerchia ristretta di operatori vincolati contrattualmente con quest'ultimo) e non è invece estesa ad ogni rapporto coi terzi: già questo è sufficiente per non trattare i primi come un mezzo di scambio comunemente accettato e distinguerli da quelli che invece assolvono a questa funzione.

Inoltre, occorre mettere in luce che non tutti i *token* di utilità sono negoziabili (v. *infra* § 2.4.1).

Tali ragioni appaiono soddisfacenti per mantenere la classificazione dei diversi *token*, ma giova aggiungere ulteriori osservazioni.

Se fosse infatti vero che i *token* di utilità assommano in sé anche le funzioni proprie degli altri, andrebbe esaminato se quest'ultimi, a loro volta, riflettano anche le funzioni dei primi: in caso di risposta negativa, allora quella

¹⁶⁰ F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, cit., 8 ss.

dei *token* di utilità sarebbe una categoria speciale, contenente elementi generali già presenti in altri tipi di *crypto-assets*, nonché ulteriori elementi specializzanti come l'attribuzione all'utente di un diritto all'accesso di beni e servizi esclusivamente messi a disposizione dall'emittente.

Pertanto, anche a voler condividere i rilievi dell'indirizzo contrapposto, si finirebbe comunque per ritenere meritevole di mantenimento la classificazione tripartita quale punto di partenza del ragionamento giuridico; d'altro canto, la presenza dei *token* ibridi non dovrebbe suggerire all'interprete l'irrelevanza di una classificazione degli *assets* offerti, ma semmai ulteriori sforzi per demarcarne i confini e comunque per individuare i criteri utili a comprendere quale sia/no in definitiva la/le disciplina/e applicabile/i.

Inoltre, pare deporre a favore del mantenimento della tassonomia in parola anche la circostanza, evidenziata da un'altra parte della dottrina¹⁶¹, secondo cui se l'analisi statica non appare da sola sufficiente a definire la qualificazione dei *token*, allo stesso modo un'osservazione unicamente dinamica – fondata prioritariamente sulla negoziabilità del *token* o meno – giungerebbe anch'essa a risultati spuri. Al contrario, come sottolineato, sembra piuttosto possibile giungere ad una compiuta qualificazione giuridica, adottando una visione d'insieme che guardi alla funzione in concreto del prodotto emesso; del resto, giova aggiungere che il criterio della “*negoziabilità*”, posto al centro dell'approccio “*top-down*”, è suscettibile di diversa interpretazione, ancor più in presenza di un fenomeno tecnologico, e inoltre appare “uno” tra i diversi elementi che dovrebbe tenersi in considerazione in punto di qualificazione dei valori digitali.

Infine, sia permessa una considerazione di più ampio respiro: in presenza di un fenomeno così variegato, abbandonare un approccio classificatorio, che possa fornire una qualche utilità all'interprete, potrebbe risultare un “passo indietro”, nel contesto di un percorso esegetico che dovrebbe condurre ad una sistemazione quanto più chiara possibile per dare delle risposte certe allo sviluppo di un mercato emergente e alle istanze di tutela dei consumatori/investitori¹⁶². Non a caso l'approccio tassonomico sembra in ultimo

¹⁶¹ Cfr. C. SANDEI, *Le initial coin offering nel prisma dell'ordinamento finanziario*, cit., 405. Giova, però, segnalare che l'A., in uno scritto più recente (ID, *L'offerta iniziale di cripto-attività*, cit., 215), precisa anche le classificazioni e le tassonomie hanno senso solo se effettivamente forniscono all'interprete un ausilio per la risoluzione del problema e ciò “*nella specie non sembra potersi predicare in rapporto ai cosiddetti “token”, atteso che (...) al di là del dato comune rappresentato dal ricorso alla blockchain, e dello specifico contenuto assunto come caratterizzante, la relazione causale con l'emittente può venire a conformarsi diversamente, in conseguenza della promessa di negoziabilità (debole o forte), dell'attribuzione di particolari diritti aggiuntivi (partecipativi o di trasferimento), e perfino delle circostanze che circondano la fattispecie concreta*”.

¹⁶² Non è infatti la prima volta che, nel nostro ordinamento, sulla base della prassi dei mercati, vengono delineati degli elementi essenziali riconducibili ad una categoria più generale (è il caso dei titoli di credito), i cui confini appaiono non nettamente rimarcati con altri fenomeni (documenti di legittimazione o titoli impropri).

trovare conferma nell'iniziativa regolamentare MiCA, che, nell'ottica di una sistemazione tipologica dei "prodotti" offerti, ha adottato una classificazione tripartita parzialmente sovrapponibile a quella sopracitata, distinguendo tra *crypto-assets* collegati ad attività¹⁶³; quelli di moneta elettronica; e quelli *diversi* dalle prime due categorie (ivi inclusi i *token* di utilità): si tratta di una classificazione in parte diversa da quella tradizionalmente condivisa, ma che conferma la condivisibilità dell'approccio qui preferito.

Ciò posto, non minori interrogativi sorgono non appena ci si addentri più dettagliatamente nel profilo qualificatorio delle singole tipologie di *assets*, di volta in volta, diffusi pubblicamente nel contesto di un'offerta pubblica.

2.3 L'emissione degli *investment token*

L'esame della qualificazione giuridica dei *token* di utilità non può prescindere da un cenno, sia pure sintetico, alla categoria degli *investment token* per gli inevitabili punti di contatto che, come anticipato, la stessa può avere con i primi.

Se gli *utility token* pongono più ampie difficoltà circa la loro qualificazione giuridica, sembra invece meno controversa la riconducibilità degli *investment token* nell'alveo della categoria **a)** degli strumenti finanziari tipici di cui alla disciplina europea in materia di servizi di investimento; **b)** nonché in quelle più ampie dei "prodotti finanziari atipici" propria del diritto interno; **c)** o, in chiave comparatistica, degli "*investment contracts*" ai sensi delle *U.S. federal securities laws*.

a) Dal punto di vista eurounitario, com'è noto, ai sensi della disciplina MiFID II, sono strumenti finanziari i valori mobiliari di cui all'art. 4, co. 1, n.

¹⁶³ Si tratta di quelle cripto-attività (note anche come "*stablecoin*"), che "*mirano – come chiarito nel 9° considerando della proposta MiCA – a mantenere un valore stabile ancorandosi a diverse monete aventi corso legale, a una o più merci, a una o più cripto-attività o a un paniere di tali attività. Spesso la stabilizzazione del valore dei token collegati ad attività è finalizzata a far sì che i loro possessori li utilizzino come mezzo di pagamento per acquistare beni e servizi e come riserva di valore*". In argomento cfr. D. ARNER – R. AUER – J. FROST, *Stablecoins: risks, potential and regulation*, BIS Working Papers, No 888, novembre 2020, in <https://bis.org>.

Tali *assets*, per la particolare potenzialità di impattare, se ampiamente diffusi, sulla stabilità monetaria e finanziaria UE sono stati oggetto di attenzione anche di altre Autorità nazionali ed europee. Si veda il *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*, del 9 gennaio 2019, in <https://www.eba.europa.eu/>, di EBA secondo il quale gli *stablecoins* "*are a relatively new form of payment/exchange token that is typically asset-backed (by physical collateral or crypto-assets) or is in the form of an algorithmic stablecoin (with algorithms being used as a way to stabilise volatility in the value of the token)*". Cfr. Anche il Comunicato stampa sugli *stablecoin* di FINMA dello scorso 11 settembre 2019, in https://www.consob.it/documents/46180/46181/FINMA_20190911.pdf/ef20023-131c-45ab-924f-4b11f69f1822.

44, nonché quelli riportati nella sezione C dell'Allegato I¹⁶⁴ ex art. 4, co. 1, n. 15.

Con riguardo ai “*transferable securities*”, la disposizione precisa che sono le categorie di valori mobiliari che, esclusi gli strumenti di pagamento, “*possono essere negoziati nel mercato dei capitali*”¹⁶⁵.

Sulla base di tale definizione, è ampiamente condiviso in dottrina¹⁶⁶ che gli strumenti finanziari presentano, nei loro requisiti formali, i caratteri della *trasferibilità*, cioè l'idoneità ad essere oggetto di vicende circolatorie, indipendentemente dal fatto di essere rappresentati da un documento, della *negoziabilità*¹⁶⁷, ossia la possibilità, ancorché effettivamente non realizzata, di essere trasferiti sul “mercato dei capitali”¹⁶⁸ (non necessariamente nei mercati

¹⁶⁴ Com'è noto, l'Annex I, Section C, della direttiva 2014/65/UE, elenca tra gli strumenti finanziari, i valori mobiliari, gli strumenti del mercato monetario, le quote di un organismo di investimento collettivo, i distinti contratti derivati (dai nn. 4 a 10) e le quote di emissione conformi ai requisiti della direttiva 2003/87/CE.

¹⁶⁵ La disposizione, com'è noto, fornisce un'elencazione esemplificativa di valori: “a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e certificati di deposito azionario; b) obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli; c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere tali valori mobiliari o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure”.

¹⁶⁶ Cfr. N. MOLONEY, *Eu Securities And Financial Markets Regulation*, cit., 48; A. RIGHINI, voce *Strumenti e prodotti finanziari*, in *Enc. dir. Annali*, IV, Milano, 2; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, op.cit., 96; R. COSTI – L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, VIII, Padova, Cedam, 2004, 31, i quali sottolineano che “nella prospettiva comunitaria, dunque, la negoziabilità di uno strumento finanziario è condizione necessaria ma non sufficiente per la sua riconducibilità alla categoria dei valori mobiliari”; si v. pure M. CIAN, *La nozione di strumento finanziario nel sistema del diritto commerciale*, in *Studium Iuris*, 2015, 12, 1452, il quale, ai fini della nozione in esame, fa anche riferimento al “concreto apprezzamento del rapporto finanziario, da parte della comunità finanziaria, quale normalmente destinato ad essere oggetto di tali vicende”; M. FRATINI, *Prodotti finanziari, valori mobiliari e strumenti finanziari*, in *Il Testo unico della finanza*, a cura di Fratini-Gasparri, I, Torino, 2012, sub. art. 1, 28; S. PATRIARCA, op.cit., 67 ss.; L. SALAMONE, *La nozione di «strumento finanziario» tra unità e molteplicità*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, 711-714; A. DALMARTELLO, *Private placement e circolazione di strumenti finanziari*, Giuffrè, Milano, 2013, 208; L. DI NARDO, *Titoli di credito, strumenti finanziari e mezzi di pagamento*, in *Lineamenti di diritto finanziario* a cura di R. R. RAZZANTE, Pisa, 2018.

¹⁶⁷ Sul punto la Commissione UE ha precisato che “*the concept of negotiability contains the notion that the instrument is tradable. If restrictions on transfer prevent an instrument from being tradable in such contexts, it is not a transferable security*” in Q&As on MiFID, https://ec.europa.eu/info/law/markets-financial-instruments-mifid-directive-2004-39-ec/implementation/guidance-implementation-and-interpretation-law_en.

Cfr. pure P. HACKER – C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, cit., 21, secondo i quali “*While transferability refers to the mere fact of passing on ownership in securities, their negotiability concerns the ease with which ownership can be transferred. It is easy to see that negotiability in fact implies transferability*”.

¹⁶⁸ Com'è noto, a complicare il quadro è la mancanza di una definizione comunitaria di “mercato di capitali”, ancorché l'ampiezza della nozione induce a ritenere che ricomprende i mercati regolamentati e non, sicché non è necessario che lo strumento finanziario per essere tale

regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione) e della *standardizzazione*¹⁶⁹, ossia l'uniformità delle caratteristiche comuni allo strumento¹⁷⁰; peraltro, com'è noto, non è neppure necessario che la circolazione sia libera da vincoli o altre limitazioni temporali, purché gli eventuali limiti non siano tali da rendere “*non più qualificabile in termini di “mercato” il plafond dei possibili destinatari*”¹⁷¹ o del tutto occasionale l'ipotesi di un trasferimento.

Nelle ipotesi in cui i *token* presentino tali caratteri e attribuiscano ai possessori diritti patrimoniali e/o diritti amministrativi nei confronti della società che li ha emessi, appare indubbio che gli stessi debbano essere qualificati come valori mobiliari e, dunque, alla stregua di strumenti finanziari a norma dell'art. 4, co. 1, n. 15 della Direttiva MiFID II, con la conseguente applicazione, fra l'altro, della disciplina di redazione e comunicazione del prospetto informativo, della riserva di attività per l'intermediazione e la gestione della piattaforma o dei requisiti dell'emittente. In tali casi, semmai, compito dell'interprete sarà quello di esaminare, sulla base di un approccio caso per caso, a quale categoria ricondurre, nell'ambito dell'arcipelago variegato degli strumenti finanziari, la cripto-attività in questione.

Appare infatti chiaro che potrà discutersi di *equity-token* nelle ipotesi in cui le cripto-attività rappresentino delle azioni in versione tokenizzata di una società di capitali, attribuendo ai possessori i diritti sociali a carattere patrimoniale e amministrativo; se invece, un *token* non può essere ricompreso nella categoria delle azioni, allora converrà esaminare se può essere sussunto nella più ampia categoria degli “*altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti*”; potrà invece discutersi di *debt token* nei casi in cui questi rappresentano invece titoli obbligazioni o “*altri titoli di debito*”; così come, potrà esaminarsi la riconducibilità nella categoria dei contratti derivati¹⁷² e, fra essi, ad esempio, nei derivati su merci, in tutti gli altri casi di *token* finanziari diversi dai *security* o dai *debt*¹⁷³.

debba avere i requisiti per essere ivi ammesso. Sul punto, M. FRATINI, *op.cit.*, 28; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 96.

¹⁶⁹ Cfr. B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., 94, a dire del quale, in tema di cambiali finanziarie, ulteriori caratteristiche consistono nell'essere numericamente predefiniti, in quanto, prima dell'emissione e della collocazione, deve essere determinato il numero dei titoli o dei contratti che circoleranno, nonché nella “depersonalizzazione”, nel senso che lo stesso segue regole puramente oggettive e non è influenzato dalle caratteristiche soggettive della controparte.

¹⁷⁰ Quella degli strumenti finanziari, com'è noto, è una categoria suscettibile di estensione per intervento regolamentare del Ministero dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la CONSOB, a norma dell'art. 18, co. 4, T.u.f.

¹⁷¹ M. CIAN, *La nozione di strumento finanziario nel sistema del diritto commerciale*, cit., 1452.

¹⁷² Sul punto cfr. P. CARRIÈRE, *Il fenomeno delle cripto-attività (crypto-assets) in una prospettiva societaria*, cit., 471 ss. ove il riferimento alla piattaforma tedesca “*Neufund*” autorizzata all'emissione di *security token*.

¹⁷³ Per un tentativo ricostruttivo nella prospettiva degli strumenti derivati su merci, F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle*

Al di là di tale analisi che esula dall'oggetto del presente lavoro, non può omettersi che quella degli *investment*, ancorché ponga difficoltà esegetiche nell'adattare un nuovo fenomeno a categorie già note, non pare creare nuovi insormontabili problemi di tutela del possessore dell'*asset*, in ragione della vigenza di una regolamentazione compiuta e individuata. Alle offerte di tali *assets* al pubblico sembra trovare applicazione, fra l'altro, come si diceva, la disciplina prevista dal Regolamento UE del 14 giugno 2017 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato (c.d. "Regolamento Prospetto"), salvo le esenzioni ivi previste; del pari, stante il richiamo dell'art 2, co. 1, della Direttiva 2014/57/UE alla definizione di strumento finanziario di cui all'art. 4, par. 1, n. 15) della MiFID II, potrà altresì applicarsi la disciplina relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato e così via.

La maggiore certezza regolamentare che caratterizza tali *token* è testimoniata, del resto, dagli interventi di molte Autorità europee di regolamentazione dei mercati che ritengono applicabili ad essi la disciplina degli strumenti finanziari¹⁷⁴, indipendentemente dalle caratteristiche tecnologiche degli *assets* offerti, estendendo dunque ai *token-holder* il regime di tutela previsto per gli investitori tradizionali¹⁷⁵.

Appare infatti questa la ragione più evidente per cui la Proposta MiCA, nell'adottare una classificazione tripartita, si discosta da quella tradizionalmente diffusa a livello internazionale, non includendovi quella dei *token investment*, che già, di per sé, è riconducibile ad un sistema regolamentare previsto a livello euro-unitario e nazionale.

criptovalute alla distributed ledger technology, cit. In materia di derivati su merci cfr. M. LAMANDINI – C. MOTTI, *Scambi su merci e derivati su commotidies. Quali Prospettive*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, 294, Giuffrè, Milano, 2006; M. LOBUONO, *I Derivati su merci fra contratto e new properties*, in *Scambi su merci e derivati su commotidies. Quali Prospettive*, a cura di M. LAMANDINI – C. MOTTI, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, 294, Giuffrè, Milano, 2006, 447.

¹⁷⁴ Cfr. ESMA, *Advice on Initial Coin Offering and Crypto-Assets*, cit., 21 ss.; FINMA, *Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle initial coin offering (ICO)*, cit., 3 ss.; v. pure CONSOB nel "Documento per la discussione" del 19 marzo 2019, cit. 5 ss.

¹⁷⁵ Giova precisare che, nel contesto della strategia europea sulla finanza digitale, nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea dello scorso 2 giugno 2022, è stato pubblicato il regolamento relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito (cd. DLT pilot regime) relativo a strumenti finanziari *tokenizzati*. In virtù del considerando n. 23, i tipi di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o registrati in un'infrastruttura di mercato DLT dovrebbero essere limitati alle azioni, alle obbligazioni e alle quote di organismi di investimento collettivo che beneficiano dell'esenzione basata esclusivamente sull'esecuzione ai sensi della direttiva 2014/65/UE. La versione *tokenizzata* di tali strumenti finanziari potrà dunque essere destinataria della disciplina ivi contenuta. L'esperienza acquisita con il regime pilota dovrebbe in tal modo contribuire a individuare eventuali proposte pratiche per un quadro normativo idoneo per apportare adeguamenti mirati alla normativa dell'Unione in materia di emissione, custodia e amministrazione delle attività, negoziazione e regolamento di tali strumenti finanziari.

b) A livello nazionale, l'indagine circa la sussumibilità dei *token* nella disciplina vincolistica della MiFID II e della sua attuazione domestica prevista dal T.u.f. (e dai regolamenti attuativi), non esime l'interprete dall'indagare se quei *token* che non siano strumenti finanziari possano residualmente integrare la nozione più ampia di “*investimento di natura finanziaria*” a norma dell'art. 1, co. 1, lett. u), T.u.f.

Ancorché non ne siano pacifici in dottrina i caratteri¹⁷⁶, la Consob nell'ambito della propria attività di vigilanza, ha precisato con più pronunciamenti che gli investimenti di natura finanziaria ricompresi nella categoria dei prodotti finanziari sono le sollecitazioni di investimento che implicino la compresenza: i) di un impiego di capitale; ii) di una promessa/attesa di rendimento di natura finanziaria; iii) e dell'assunzione di un rischio strettamente correlato all'impiego di capitale¹⁷⁷.

Nei casi in cui le offerte di *investment token* al pubblico presenteranno in tutta evidenza i caratteri così delineati – peraltro condivisi anche dalla giurisprudenza di legittimità¹⁷⁸ – saranno soggette, fra l'altro, alla rigorosa disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari di cui all'art. 1, co. 1, lett. t), T.u.f. (o meglio quella a distanza)¹⁷⁹ e comunque alle disposizioni previste a livello interno unicamente per i prodotti finanziari¹⁸⁰.

¹⁷⁶ In argomento V. V. CHIONNA, *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, I, 2; ID., *Le forme dell'investimento finanziario. Dai titoli di massa ai prodotti finanziari*, Milano, Giuffrè, 2008, 255; E. RIGHINI, *op.cit.*, 1164; R. COSTI – L. ENRIQUES, *op.cit.*, 42 ss.; si v. pure M. CIAN, *La nozione di strumento finanziario nel sistema del diritto commerciale*, 1451 ss.; M. FRATINI, *op.cit.*, 18; S. PATRIARCA, *op.cit.*, 67 ss.; A. LUPOI, *I prodotti finanziari nella realtà del diritto: rilevanza del rischio finanziario quale oggetto dell'operazione d'investimento*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2017, 75; M. ONZA – L. SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 575; A. NIUTTA, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel T.u.f. aggiornato in base alla MiFID (con il d.lgs. n. 164/2007)*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 836; V. ROPPO, *Investimento in valori mobiliari (contratto di)*, in *Contr. e impr.*, 1986, 261-300; G. VISENTINI, *I valori mobiliari*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da P. RESCIGNO, XVI, Torino, 1985, 707; P. MONTALENTI, *Impresa, Società di capitali, Mercati finanziari*, Torino, Giappichelli Editore, 343.

¹⁷⁷ Con riguardo al consolidato orientamento sui caratteri dei prodotti finanziari “atipici” cfr. la recente delibera della Consob n. 21854 del 19 maggio 2021, nonché quelle del 13 febbraio 2004 n. 14422, del 10 dicembre 2003 n. 14347 e del 3 giugno 2003 n. 14110.

¹⁷⁸ Cfr. Cass., 12 marzo 2018, n. 5911.

¹⁷⁹ Sul concetto di offerta pubblica di prodotti finanziari cfr. A. DI MAJO, voce “*Offerta al pubblico (dir privato)*” in *Enc. Dir.*, XXIX, Giuffrè, 1979, 761; P. FORCHIELLI, voce “*Offerta al pubblico*”, in *Nov. Dig. It*, XI, Utet, 1965, 763; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., 52; D. PREITE, *In tema di sollecitazione al pubblico risparmio*, in *Giur. Comm.*, 1986, II, 217-245; A. RIGHINI, voce *Risparmio pubblico* (appello al), in *Enc. Dir.*, Annali, Milano, 2007, 1041; R. RODORF, *Sollecitazione all'investimento: poteri della Consob e tutela degli investitori*, in *Foro it.*, 2001, V, 266-272; G. ROSSI, *Offerta al pubblico di titoli, controlli e strutture di mercato*, in *Riv. soc.*, 1985, 1-12.

¹⁸⁰ È noto, infatti, che la categoria degli strumenti finanziari è un sottoinsieme di quella più ampia dei prodotti finanziari e a sua volta ricomprende i valori mobiliari, nonché le altre relazioni finanziarie elencate nell'art. 1, co. 2, T.u.f. Da ciò discende che non v'è piena sovrapposibilità della disciplina applicabile rispettivamente alle categorie in parola. Senza

A ben vedere, però, questa categoria residuale, come nel prosieguo sarà meglio precisato, presenta una forza attrattiva, per la genericità dei suoi caratteri, anche nei confronti di quei *token* che non hanno in tutto o in parte una componente finanziaria.

c) Tale rischio appare evidente se si esamina l'approccio al tema da parte della Autorità di vigilanza statunitense, la “*Securities and Exchange Commission*” (o più brevemente “SEC”). Tra le prime Autorità di regolazione ad essersi occupata del fenomeno è stata infatti la SEC che, in applicazione dell'*Howey Test*¹⁸¹ già elaborato dalla Corte Suprema nel 1946¹⁸², ha qualificato nel luglio 2017 i *token* emessi dall'organizzazione “*The DAO*” (*Decentralized Autonomous Organization*) come “*investment contract*” ai sensi del Securities Act del 1933, Section 2 (a) (1): si trattava, infatti, di una società tedesca Slock.it che, in cambio di cripto-valuta Ether (“ETH”) usata nella Blockchain “Ethereum”, offriva e vendeva *token DAO* agli investitori, attribuendo loro il diritto di percepire utili derivanti dai progetti finanziati, nonché di votare circa le proposte avanzate dai “*curators*”¹⁸³. Innanzi a tale categoria di *token*, l'Autorità statunitense ha ritenuto di assoggettare alla disciplina di cui al Securities Act del 1933, Section 2 (a)(1) e all'*Exchange Act* del 1934, Section 3 (a)(10), i *token* offerti, in quanto costituivano, secondo le logiche dell'*Howey test*: i) un investimento di denaro; ii) in un'impresa comune; iii) con una ragionevole aspettativa di profitti; iv) derivanti dall'attività d'impresa o gestoria di altri soggetti¹⁸⁴. Ciò sul presupposto, a dire di tale Autorità, che va adottato un'interpretazione funzionale di “*investment contract*”¹⁸⁵ che ne valorizza la sostanza e permette alla realtà economica di prevalere sulla forma¹⁸⁶. Da qui,

entrare nei dettagli, a titolo esemplificativo, se il “collocamento” a distanza è coperto dalla riserva di attività, sia per i prodotti che per gli strumenti finanziari, invece solo agli strumenti finanziari s'impone, fra l'altro, l'obbligo di verifica di adeguatezza e la necessità di autorizzazione per le attività di consulenza, ricezione di ordini e *trading*.

¹⁸¹ Cfr. SEC, “*Report of Investigation Pursuant to Section 21 (a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO*”, No. 81297 del 25 luglio 2017 in <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>.

¹⁸² V. Corte Suprema degli Stati Uniti, *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 301, (1946), in <https://supreme.justia.com/>.

¹⁸³ Peraltro, come anticipato, si trattava di un progetto che aveva subito, a causa di malfunzionamenti dei relativi *software*, degli attacchi di hackeraggio, con la perdita di parte del capitale raccolto.

¹⁸⁴ Sulla nozione di *investment contract* cfr. Supreme Court of the U.S., *SEC v. Edwards*, 540 U.S., 389, 393, (2004), in <https://supreme.justia.com/>; *United Housing Found., Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837, 852-53 (1975), in <https://supreme.justia.com/>.

¹⁸⁵ In dottrina per una più ampia analisi degli *investment contract* cfr. J.C. JR. COFFE – H. SALE – M.T. HENDERSON, *Securities Regulation, Cases and Materials*, 13° ed., Foundation Press, 2015, 259 ss.; L. LOSS – J. SELIGMAN – T. PAREDES, *Fundamentals Of Securities Regulation*, vol. 1, 7° ed., New York, WoltersKluwer, 2018, 404; HAZEN T.L., *Treatise on The Law of Securities Regulation*, vol. 1, 7° ed., St. Paul, MN, Thomson Reuters, 2016, 1:50.

¹⁸⁶ In particolare, l'Autorità statunitense chiarisce che “*this definition embodies a flexible rather than a static principle, one that is capable of adaptation to meet the countless and*

dunque, la necessità che le offerte e le vendite di tali *token* fossero, fra l'altro, assoggettate alla registrazione presso la SEC e dunque precedute da un prospetto informativo a garanzia di una “*full and fair disclosure*”.

Se sin qui *nulla quaestio*, il problema sorge allorché i criteri sostanzialistici operanti in tale ordinamento federale sono intesi in chiave estensiva e finiscono per attrarre anche *token* privi di funzioni di investimento in senso stretto¹⁸⁷: rischio viepiù evidente se si considera che questo approccio funzionale è stato diffusamente adottato anche da parte della giurisprudenza statunitense¹⁸⁸.

In particolare, la Corte Suprema, con riguardo al primo dei criteri di cui all'*Howey test* (l'“*investment of money*”), ha precisato che sia sufficiente che “*the purchaser gave up some tangible and definable consideration in return for an interest that had substantially the characteristics of a security*”¹⁸⁹; mentre, con riferimento al profilo dell'“*expect of profit*”, la giurisprudenza statunitense ne ha significativamente ampliato il contenuto, intendendo ogni aspettativa di incremento del capitale derivante dall'investimento iniziale o una partecipazione agli utili derivanti dall'impiego dei capitali raccolti¹⁹⁰; del pari, l'ulteriore requisito della impresa comune (“*common enterprise*”), sulla base della c.d. *horizontal commonality*, è stato interpretato come mera “condivisione” dei fondi da investire o degli utili e delle perdite; mentre il concetto della gestione imprenditoriale altrui (“*efforts of others*”) è stato inteso, ai fini dell'integrazione degli *investment contract*, non nel senso che debba provenire *esclusivamente* da

variable schemes devised by those who seek the use of the money of others on the promise of profits”.

Sul caso cfr. le considerazioni di J.C. JR. COFFEE – H. SALE – M.T. HENDERSON, *Securities Regulation, Cases and Materials*, 13° ed., Foundation Press, 2015, 261; C. BROWN – T. DOLAN – K. BUTLER, *Cryptoassets and Initial Coin Offerings*, in *Fintech. Law and Regulation*, 2° ed., a cura di MADIR J., Cheltenham-Northampton, Elgar Financial Law and Practice, 2021, 113; 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 Series*, 2636561, 2019, 5; G. SANDRELLI, *Raccolta di fondi con moneta virtuale («initial coin offerings»): la posizione della Securities and Exchange Commission*, in *Riv. soc.*, 2017, 1208 ss.

¹⁸⁷ In argomento cfr. H.B. SHADAB, *Regulation of Blockchain Token Sales in the United States*, in P. HACKER – I. LIANOS – G. DIMITROPOULOS – S. EICH, *Regulating Blockchain, Techno-Social and Legal Challenges*, Oxford, Oxford University Press, 2019, 249 ss.

¹⁸⁸ Cfr. United States District Court Eastern District of New York - United States of America c. Maksim Zaslavskiy, con nota di P. GIUDICI, *ICO e diritto dei mercati finanziari: la prima sentenza americana*, in *Le Società*, 1, 2019, 55.

¹⁸⁹ Cfr. Supreme Court of the U.S., “*International Brotherhood of Teamsters v. Daniel*”, 439 U.S. 551 (1979), in <https://supreme.justia.com/>. Sul punto cfr. L. LOSS – J. SELIGMAN – T. PAREDES, *Fundamentals Of Securities Regulation*, cit., 409.

¹⁹⁰ Supreme Court of the U.S., “*Tcherepnin v. Knight*”, 389 U.S. 332 (1967). Sul punto, v. J.C. JR. COFFE – H. SALE – M.T. HENDERSON, *Securities Regulation, Cases and Materials*, cit. 266, i quali sottolineano che “*the expected of profits must, in conformity with ordinary usage, be in the form of a financial return on the investment, not in the form of consumption. This principle distinguishes between buying a note secured by a car and buying the car itself*”.

altri, essendo sufficiente che possa “prevalentemente” da loro essere condotta, con l’effetto di ampliare ancor di più il novero dei casi in essa sussumibili¹⁹¹.

Proprio in quest’ottica, alcuni mesi dopo il caso “The DAO”, la SEC ha qualificato come *investment contract* e, dunque, assoggettato alla disciplina dei *securities*, i *token* emessi (“*MUN tokens*”), tramite la *blockchain Ethereum*, dalla società californiana Munchee¹⁹²: alla luce del *white paper* pubblicato per l’operazione, benché tali *token* dessero accesso a beni di consumo e servizi futuri, la società si impegnava a far aumentare il valore dell’*asset* digitale, così da consentire la successiva negoziazione in un mercato secondario. Pertanto, in applicazione dell’*Howey test*, l’Autorità statunitense ha ritenuto presente negli acquirenti, fra l’altro, una ragionevole aspettativa di profitto derivante dagli sforzi imprenditoriali altrui, qualificando così come *investment contract* i *token* emessi, con la conseguenza di dichiarare la violazione della *Section 5 (a)* del *Securities Act* e interrompere la prosecuzione dell’operazione.

È quindi evidente, mediante il ricorso alle suindicate categorie residuali, il rischio di ricondurre nell’alveo della finanziarietà, anche quei *token* di utilità che soddisfano una funzione di consumo, ma che sono acquistati con la mera aspettativa di ottenere un guadagno, a seguito della loro rivendita (sul punto § 2.4.2)¹⁹³.

È invece tuttora aperta la vicenda circa l’azione esercitata dalla SEC nei confronti della società californiana *Ripple Labs* e alcuni suoi dirigenti apicali, con l’accusa di aver raccolto \$ 1,3 miliardi, mediante un’offerta al pubblico di strumenti finanziari non registrata ai sensi della disciplina statunitense: in particolare, la società avrebbe raccolto fondi e ottenuto prestazioni lavorative e servizi, per finanziare la propria attività d’impresa, tramite il collocamento fra il pubblico di “*token XRP*”; gli stessi, secondo la SEC sarebbero da qualificare, alla stregua dell’*Howey test*, come “*investment contract*” e, in quest’ottica, è stato disposto il blocco dei trasferimenti di “*XRP*” presso i maggiori *exchange* centralizzati (tra cui *Coinbase*), che, a loro volta, stante l’assenza di una registrazione a norma del *Securities Act* del 1933 e dell’*Exchange Act* del 1934, si esporrebbero a pesanti sanzioni, in caso di qualificazione in termini di “*security*” del *token* coinvolto.

Al di là dell’esito del giudizio – che, peraltro, si candida ad essere un precedente di particolare rilevanza per il volume d’affari coinvolto – sembra che

¹⁹¹ Supreme Court of the U.S., *SEC v. International Loan Network, Inc.*, 968 F.2d 1304, 1308 (D.C.Cir. 1992), in <https://supreme.justia.com/>.

¹⁹² Il provvedimento è consultabile al sito <https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf>.

¹⁹³ Si v. anche la decisione U.S. District Court for the Southern District of New York, *SEC v. Telegram Group Inc. & TON Issuer.*, 19-cv-9439 (PKC) (S.D.N.Y. Mar. 24, 2020) che ha confermato la decisione della SEC, secondo la quale la vendita di “*token GRAM*” avrebbe dovuto essere autorizzata come offerta al pubblico di *securities*, atteso che soltanto l’emittente, mediante l’*app* di messagistica, avrebbe potuto sviluppare proficuamente il *network* (allora inesistente) e realizzare l’incremento di valore del *token* in discorso.

l'interpretazione in chiave estensiva dei criteri di cui all'*Howey test*¹⁹⁴ può avere l'effetto – al pari di quanto avviene nell'ordinamento italiano, come sarà meglio precisato – di ricomprendere all'interno della categoria degli *investment contract* anche i *token* di utilità che non presentano o presentano solo in parte una componente finanziaria, applicando in tal modo il regime giuridico più rigoroso dei *securities*/prodotti finanziari indistintamente anche a casi nei quali non dovrebbe invece operare.

2.4 L'emissione degli *utility token*: il piano di lavoro

Come anticipato, tra le categorie di *token* offerte nel contesto di una *ICO*, quella degli *utility*, oltre ad essere una tra le più diffuse in via di prassi, si colloca tra le più controverse dal punto di vista della sua qualificazione giuridica, sia per la difficoltà di tracciare una linea di demarcazione che in tutti i casi la distingue nettamente dalle altre categorie, sia per la difficoltà di ricondurre ad unità una categoria variopinta e ricomprendente *assets* digitali che attribuiscono diritti di vario tipo agli utenti.

L'analisi della qualificazione giuridica degli *utility* pare richiedere all'interprete un doppio passaggio esegetico: il primo diretto a esaminare se gli stessi possano essere sussunti nelle categorie degli strumenti/prodotti finanziari (cfr. §§ da 2.4.1 a 2.4.3) o di mezzo di pagamento (v. § 2.5) e, il secondo, al quale si approda in caso di esito negativo del primo, volto a fornire una qualificazione alla luce delle categorie consumeristiche (cfr. §§ da 2.6 a 2.6.2)¹⁹⁵.

Nel tentare di seguire questo metodo di analisi, converrà distinguere la categoria, in ragione dell'eterogeneità dei “*tipi*” ad essa riconducibili, in due sotto-tipologie: la prima, quella dei *pure utility token* non “negoziabili”, meno controversa, in quanto più agilmente riconducibile agli schemi consumeristici propri del secondo “passaggio” a cui si faceva testé cenno, e la seconda, quella degli *utility token* in senso stretto, per la quale occorre approfondire la natura alla luce della disciplina dei mercati finanziari.

¹⁹⁴ Va precisato che, al fine di ricomprendere i *token* nel concetto di *investment contract*, altre Corti statunitensi hanno usato dei test alternativi, come il c.d. “*Risk Capital Test*”. Lo stesso fu articolato dalla Suprema Corte Californiana (v. *Silver Hills Country Club v. Sobieski*, 361, P.2d 906 (Cal. 1961) ed è stato adottato da altre Corti di altri Stati federali. Il *Risk Capital Test* si concentra circa la possibilità dell'investitore di perdere o meno l'investimento: in particolare sono esaminate le seguenti condizioni: “(1) *the investor provides initial value to the enterprise*, (2) *the initial value is subject to the risks of the enterprise*, (3) *the initial value is induced by representations that the investor will realize additional substantial benefit*, and (4) *the investor does not exercise practical and managerial control over the enterprise*”. Così W. SCOTT MAUGHAN, *Utility Token Offerings: Can a Security Transform into a Non-Security?*, in *BYU L. Rev.*, 2019, 1131, il quale mette a confronto quello in parola con l'*Howey test*.

¹⁹⁵ Al momento è oggetto di più diffusa attenzione in dottrina il primo passaggio, mentre non appare ampiamente esaminato quale sia l'esatta qualificazione di tali *token* nella prospettiva consumeristica e, di conseguenza, quale sia il regime di tutela applicabile ai consumatori che abbiano acquistato tale tipo di valore nel contesto di un'offerta pubblica.

Merita invece un esame separato un ulteriore problema esegetico che riguarda il mercato dei *token* di utilità: il fenomeno delle ibridazioni. In tali casi, la questione si compendia nel comprendere *come* risolvere il conflitto tra più discipline astrattamente applicabili ad un *token* digitale che combina, oltre ad una funzione strettamente di consumo, anche elementi appartenenti alle altre categorie di cripto-attività (v. §§ 2.7-2.7.3).

2.4.1 I *token* di utilità non negoziabili

Come anticipato, il possesso degli *utility token* garantisce all'acquirente il diritto di accedere ad un bene o un servizio (anche futuri) nei confronti dell'emittente.

Il partecipante all'operazione di emissione di tali *asset* di regola pare agire per finalità estranee a quelle di un'attività commerciale o professionale, essendo piuttosto mosso da un'esigenza di consumo¹⁹⁶. Ne sembrano una rappresentazione di recente emersione alcuni “*fan token*” creati nel mondo del calcio che attribuiscono agli acquirenti, a seconda della società calcistica prescelta, una serie di benefici (promozioni, sconti, priorità nell'acquisto dei biglietti delle partite) o servizi di vario tipo¹⁹⁷. In tali casi, l'adesione dell'utente all'offerta mira a realizzare in concreto una funzione di consumo, che invece non è presente – o non dovrebbe essere – negli *investment token*: accade però che, in via di prassi, alcuni *white paper* descrivono i *token* da offrire pubblicamente come *utility*, nonostante questi abbiano in concreto, per la loro struttura e funzione, una funzione di investimento e mirano piuttosto a soddisfare una finalità finanziaria e non consumeristica¹⁹⁸; in tali ipotesi, converrebbe, semmai, discutere di “finti” *utility*, che andrebbero senza dubbio qualificati alla stregua degli *investment token*.

Tornando agli *utility*, giova sottolineare che non tutti fra essi attribuiscono, in ragione di limitazioni contrattuali e/o tecniche, la facoltà ai *token-holders* di poterli “trasferire” o “negoziare” presso gli *exchange* di cripto-

¹⁹⁶ Il dato sembra trovar riscontro nella circostanza che l'obbligo del *white paper* non trova applicazione, a norma dell'art. 4, par. 3, lett. ca) e cb) MiCA, alle ipotesi nelle quali “*the offer concerns a utility token of a good or service which exist or is in operation*” e “*the holder of the crypto-assets has only the right to use them in exchange for goods and services in a limited network of merchants with contractual arrangements with the offeror*”; fattispecie, che, esenti dal regime pubblicitario, non possono poi essere destinate all'ammissione in una piattaforma di negoziazione (art. 4a, MiCA).

¹⁹⁷ Alcuni “*Fan Token*” sono creati sulla *blockchain* di *Ethereum* e attribuiscono ai possessori il diritto di votare in sondaggi relativi alla squadra, di beneficiare di promozioni, premi o accedere ad una *community* di *fan* del *Club*. La Juventus è diventata la prima società calcistica a lanciare, tramite *Socios.com*, un “*Fan Token*” alla fine del 2019, seguita da AS Roma, AC Milan, FC Internazionale, SSC Napoli e Bologna FC, ma il fenomeno è diffuso su vasta scala; non a caso ad esso hanno già fatto ricorso anche altri *Club* come Arsenal, PSG, FC Barcelona, Atlético de Madrid e Manchester City.

¹⁹⁸ Si veda, ad esempio, il caso soprарichiamato dei *token* emessi (“*MUN tokens*”) dalla società californiana *Munchee*.

attività che, come si diceva, realizzano sedi di negoziazione “atipiche” attualmente non qualificate come mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione rispettivamente ai sensi dell’art. 4, co. 1, co. 21, 22, 23, MiFID II¹⁹⁹ (ne sono un esempio Binance, Coinbase Exchange, Gemini, quali *exchanges* centralizzati, o Uniswap, ApolloX DEX, PancakeSwap, quali piattaforme decentralizzate²⁰⁰).

Se, dunque, sotto il profilo strutturale, l’offerta ha ad oggetto *assets* che attribuiscono diritti “di consumo” all’utente, senza la possibilità (o con una facoltà del tutto occasionale) per quest’ultimo di una loro rivendita presso tali piattaforme²⁰¹, allora pare evidente che gli stessi non possano collocarsi nel campo degli strumenti finanziari, difettando, fra l’altro, il requisito della “negoziabilità” in un “mercato di capitali”. Detta “negoziabilità”, com’è noto, non è strettamente riferita ai mercati regolamentati, ai sistemi multilaterali di negoziazione o ai sistemi organizzati di negoziazione, essendo piuttosto collegata alla più ampia e non definita nozione di “mercato di capitali”. In quest’ottica, appare superfluo rimarcare che, in ragione dell’assenza di destinatari che potrebbero in astratto acquistare il valore, difetta *in nuce* la presenza di un mercato che possa dirsi tale; né, d’altro canto, tali *crypto-assets* potrebbero essere ricompresi nella categoria più ampia dei prodotti finanziari “atipici”²⁰², mancando una promessa/attesa di rendimento di natura finanziaria connessa alla rivendita del *token* sottoscritto²⁰³.

¹⁹⁹ A norma dell’art. 4, par. 1, per “mercato regolamentato” si intende un “sistema multilaterale, amministrato e/o gestito da un gestore del mercato, che consente o facilita l’incontro, al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente e conformemente al titolo III della presente direttiva” (n. 21); per “sistema multilaterale di negoziazione” un “sistema multilaterale gestito da un’impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l’incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti conformemente al titolo II della presente direttiva” (n. 22); invece, per “sistema organizzato di negoziazione” un “sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione che consente l’interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti conformemente al titolo II della presente direttiva” (n. 23).

²⁰⁰ Per un elenco dei principali *exchanges* sul mercato delle cripto-attività v. <https://coinmarketcap.com/it/rankings/exchanges/>.

²⁰¹ Per un esame della varietà dei possibili casi di studio cfr. FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA), *Guidance on Cryptoassets, Consultation paper*, dello scorso gennaio 2019, in <https://fca.org.uk>.

²⁰² Non convince, peraltro, la suindicata Proposta della CONSOB ove non tiene in considerazione i *token* di utilità puri non negoziabili. Sul punto, più ampiamente cfr. P. CARRIÈRE, *Possibili approcci regolatori al fenomeno dei crypto-asset; note a margine del documento di consultazione della Consob*, in <https://www.dirittobancario.it/>.

²⁰³ Tale ipotesi sembra la più vicina alle operazioni di *reward-based crowdfunding*, benché ad esse non pienamente sovrapponibili, in quanto, a differenza del *token-holder*, l’aderente ad operazioni di *reward crowdfunding*, di regola, a fronte dell’erogazione della

Non a caso, l’iniziativa regolamentare in parola esenta, fra l’altro, dall’obbligo del *white paper* le offerte aventi ad oggetto *token* di utilità non negoziabili che danno accesso a beni o servizi già esistenti (art. 4, par. 1, lett. ca) o che possono essere impiegati in una rete limitata di operatori vincolati contrattualmente con l’emittente (art. 4, par. 1, lett. cb).

2.4.2 I *token* di utilità negoziabili come valori mobiliari? I diversi orientamenti in campo

Molti altri fra i *token* di utilità si allontanano da una esclusiva funzione di consumo, per la facoltà del possessore di negoziare il valore digitale presso le piattaforme di scambio soprarichiamate²⁰⁴.

Se a ciò si aggiunge che, nell’ambito delle offerte al pubblico, gli stessi possono essere emessi anche in modo standardizzato e formare una “classe di titoli” con determinate qualità, allora risulta evidente l’affinità con i *token* di investimento e, dunque, la possibilità di sussumerli nella categoria dei “*transferable securities*” di cui all’art. 4, co. 1, n. 44, MiFID II (e all’art. 1, co. 1-*bis*, T.u.f. a livello nazionale).

Con riguardo alla qualificazione dei *token* di utilità negoziabili si sono contrapposti due principali orientamenti esegetici.

A dire di un primo indirizzo non dovrebbero essere qualificati come “*transferable securities*”, per più ordini di ragioni²⁰⁵. Anzitutto, in quanto il suindicato art. 1, co. 1, n. 44, nell’elencare le categorie di valori mobiliari che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, fornisce una classe esemplificativa di titoli²⁰⁶, sicché tutti gli altri ad essi equiparabili dovrebbero quantomeno avere caratteristiche omogenee. In quest’ottica, si mette in rilievo che, al di là del requisito formale della negoziabilità, i *token* di utilità non presentano caratteri a loro omogenei, in particolare:

- diversamente dai titoli azionari di cui alla lett. a), non attribuiscono una partecipazione azionaria nel capitale sociale, non conferiscono diritti ai dividendi o più genericamente ai flussi di cassa derivanti dall’attività sociale, né attribuiscono facoltà di voto nell’organo assembleare o obbligano i detentori ad

somma di denaro, riceve una remunerazione di tipo non finanziario, consistente sovente in un riconoscimento sociale, personale, culturale per aver fornito un contributo al progetto.

²⁰⁴ A livello economico, l’inserimento del *token* in un “listino”, benché rappresenta un costo per l’emittente (*listing fees*), lo rende più appetibile per la clientela, per la possibilità di essere rivenduto ad un prezzo maggiorato.

²⁰⁵ P. HACKER – C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, op.cit., 1-44.

²⁰⁶ La disposizione com’è noto riporta il seguente elenco: “a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e certificati di deposito azionario; b) obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli; c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere tali valori mobiliari o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure”.

essere soddisfatti, in caso di liquidazione dell'ente, successivamente ai suoi creditori; in quest'ottica, il solo modo per ottenere un profitto dalla detenzione di tali *assets* sarebbe quello di provvedere alla loro vendita nei mercati secondari, acquisendo un margine di guadagno dalla differenza col prezzo di acquisto;

- con riguardo alle obbligazioni e ai titoli di debito *ex lett. b)*, si evidenzia che il mero fatto che il *token* attribuisce una pretesa nei confronti dell'emittente ad accedere a beni o servizi non li qualifica alla stregua dei primi che invece incorporano delle "*financial claims*", ossia puntuali pretese monetarie lontane da una funzione di consumo²⁰⁷;

- con riferimento ai titoli derivati di cui alla lett. c)²⁰⁸, si mette in luce che di regola i *token* non presuppongono altri valori mobiliari, a meno che non siano costruiti con tali caratteristiche²⁰⁹; peraltro, si evidenzia che rispetto ai *futures* o ai *forward contract*, nei *token* di utilità il pagamento dell'*asset* avviene al momento della conclusione del contratto ed a essere differita è esclusivamente l'attribuzione del *token* in sé; inoltre, si evidenzia che, diversamente dai derivati inclusi nella Sezione C dell'Allegato 1 della MiFID II (nn. 4-7 e 10), i *token* non sono tipicamente "*cash settled*" o includono "*a right to a physical delivery*"²¹⁰; e neppure presentano un valore strettamente correlato alla relazione del sottostante, nei casi in cui l'esercizio dei diritti o l'assegnazione del *token* sia differito nel futuro.

In questa prospettiva, si mette in luce che il rischio dei *token* di utilità è intimamente collegato alla funzione di consumo e alla conformità dei prodotti cui danno accesso, piuttosto che ai rischi finanziari tipicamente connessi al mercato dei capitali, sicché gli scopi che obbligano l'emittente a pubblicare il prospetto informativo di fatto mancherebbero: le asimmetrie informative tra acquirenti ed emittenti sarebbero "*product-related*", ossia riguarderebbero strettamente i prodotti di consumo a cui il detentore ha diritto e non i tradizionali pericoli connessi ai mercati finanziari.

²⁰⁷ In particolare, P. HACKER – C. THOMALE, *The Crypto-Security. Initial Coin Offerings and EU Security Regulation*, *op.cit.*, 241 ss. sottolineano che "*bonds, the archetypical debt securities mentioned prominently in the provision, grant monetary claim (fixed income). Second, other claims that qualify as debt securities often occupy a middle ground between membership right (equity securities) and monetary rights, such as "Genusscheine" under German law; however, utility token typically grant consumption, not equity-like membership rights. Third, Article 4 (1) point 44 lit.c c) MiFID II-Directive, the third category securities, also chiefly adds derivatives leading to 'cash settlements', reinforcing the focus of EU securities regulation on financial, not consumptive claims*".

²⁰⁸ Com'è noto a ricadere nell'ambito della definizione di *transferable security* sono solamente i derivati di cui alla lett. c), mentre gli altri derivati sono ricompresi nella più ampia categoria degli strumenti finanziari a norma dell'art. 4, co. 1, n. 15 MiFID II in combinato con la Sezione C dell'Allegato I della direttiva medesima.

²⁰⁹ Per uno studio ampio in tema di tali valori derivati v. C. ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»*, in *Saggi di diritto commerciale*, Giuffrè, Milano, 2016, 71 ss.

²¹⁰ P. HACKER – C. THOMALE, *The Crypto-Security. Initial Coin Offerings and EU Security Regulation*, *op.cit.*, 236.

Di tutt'altro avviso appare un altro orientamento, che invece ritiene sufficiente la sussistenza dei soli requisiti formali degli strumenti finanziari per la qualificazione degli *assets* digitali in termini di “*transferable securities*” e, conseguentemente, per il loro assoggettamento alla relativa disciplina²¹¹. In questa prospettiva, a dire di altro indirizzo autorevolmente rappresentato²¹², non appare condivisibile l'approccio che limita la riconducibilità alla categoria dei valori mobiliari solo a quei *token* che presentino caratteri omogenei a quelli di cui all'art. 4, co. 1, n. 44 MiFID II, trattandosi di un elenco predisposto a mero titolo esemplificativo. Semmai, secondo questo approccio, gli elementi caratteristici per la qualificazione dei *token* offerti agli investitori sarebbero ravvisabili nella loro negoziabilità nei mercati di capitali e nel rischio finanziario assunto con il loro acquisto: indipendentemente dalla natura dei *token*, dovrebbero essere qualificati come *transferable securities* allorché sono agilmente negoziabili e incorporano dei rischi finanziari, tra cui il rischio di mercato che “*may arise from overall market sentiment to fintech and blockchain, or negative performance of bitcoin or ether, to which many other tokens are quite sensitive*”, quello di liquidità “*which is the risk of a significant downward valuation adjustment when selling a financial asset such a token*”, o il rischio di controparte dato che “*crypto-exchanges that act as intermediaries collapse or go bankrupt*”²¹³.

Secondo chi scrive, appare maggiormente condivisibile il primo indirizzo sopracitato e, in questa prospettiva, andrebbero poste al centro del problema qualificatorio tre questioni di fondo, ossia se il fascio di diritti o obblighi derivanti dall'obbligazione assunta dal detentore di tali tipi di *token* sia simile o analogo a quello dei titolari di valori mobiliari (v. § 2.4.2.1); se occorre anche per gli “*utility holders*” lo stesso concreto bisogno di protezione proprio degli investitori dei valori mobiliari (v. § 2.4.2.2); e, ancora, se il solo requisito della negoziabilità possa assumere un valore qualificatorio per la fattispecie in discorso (v. § 2.4.2.3).

È all'esito della risposta a simili interrogativi che sembra potersi effettuare una valutazione complessiva in ordine alla riconducibilità dei *token* di utilità alla categoria dei *transferable securities*.

²¹¹ Cfr. H.D. ASSMANN, in *Wertpapierhandelsgesetz Kommentar*, H.D. ASSMANN – U.H. SCHNEIDER, Verlag Dr. Otto Schmidt, Colonia, 2012, 6° ed, § 2 para. 10 e ss.

²¹² Cfr. G. FERRARINI – P. GIUDICI, *Transferable Securities and the Scope of the Prospectus Regulation, The Case of ICOs*, in D. BUSCH, G. FERRARINI, J.P. FRANX, *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford, Oxford University Press, 2020, 129 ss.

²¹³ Così G. FERRARINI – P. GIUDICI, *Transferable Securities and the Scope of the Prospectus Regulation, The Case of ICOs*, cit., 140.

2.4.2.1 (segue) Le distinte posizioni tra il detentore di *token* di utilità e il titolare di valori mobiliari

Nella prospettiva qui assunta, non sembra condivisibile concentrarsi sui soli rischi finanziari che i *token* di utilità presenterebbero, al fine della loro qualificazione²¹⁴.

Ciò in quanto l'indeterminatezza del criterio dei "rischi" può avere l'effetto di attrarre nell'ambito della categoria dei valori mobiliari anche *token* che dovrebbero esulare da una tale qualificazione: ne è la prova che l'indirizzo in parola qualifica come *transferable securities* i *token* "Filecoin" che, secondo alcune Autorità nazionali che si sono espresse nel sondaggio condotto da ESMA²¹⁵, non sono qualificabili come tali, conferendo agli utenti il diritto di utilizzare lo spazio di archiviazione sul registro distribuito messo a disposizione dall'emittente.

Da qui, dunque, si ritiene che l'attenzione al profilo dei "rischi" finisca per essere un esercizio interpretativo non proficuo, perché non aiuta a tracciare una netta linea di demarcazione tra il *token* che è valore mobiliare da quello che invece non lo è²¹⁶.

In quest'ottica, sembra che possa giungersi a risultati maggiormente convincenti un'analisi che metta in luce le sostanziali somiglianze e differenze tra il *fascio dei principali obblighi e diritti* posti in capo al titolare dei *token* di utilità da quello ascrivibile in capo al sottoscrittore di quei valori mobiliari che meglio possono accostarsi ai primi ai sensi dell'art. 1, co. 1, n. 44, MiFID II e dell'art. 1, co. 1, -bis, T.u.f., ossia **a)** la gamma di titoli rappresentativi di capitali di rischio; **b)** la categoria dei titoli che rappresentano capitale di debito; **c)** e, ancora, quella dei titoli strumentali all'acquisto o alla vendita di titoli rappresentativi di capitale di rischio o di debito²¹⁷, come di seguito:

a) i titolari di *utility token* non partecipano alla compagine societaria dell'ente emittente, sicché la corresponsione da loro resa in moneta avente corso legale o in criptovalute non esprime la misura della partecipazione di ciascun aderente alla società e non realizza – come invece avviene con i conferimenti dei soci – le tradizionali funzioni vincolistica, organizzativa e di garanzia, proprie del capitale sociale.

²¹⁴ Cfr. G. FERRARINI – P. GIUDICI, *Transferable Securities and the Scope of the Prospectus Regulation, The Case of ICOs*, cit., 140-141.

²¹⁵ ESMA, *Annex 1. Legal qualification of crypto-assets-survey to NCAs*, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf.

²¹⁶ Del resto, individuare i singoli valori mobiliari senza un'assimilazione alle tipologie di base lascia spazio all'impiego di nozioni generali (come quella dei "rischi finanziari") che generano incertezza e disallineamenti a livello comunitario, in contrapposizione alle logiche di armonizzazione invece perseguite, tra l'altro, dalla MiFID II.

²¹⁷ M. FRATINI, *op.cit.*, 28.

Prendendo a modello quello della s.p.a., dal punto di vista del diritto societario, i detentori di *utility* non possono vantare i medesimi diritti patrimoniali dei soci, come ad esempio il diritto ai dividendi in proporzione alla loro partecipazione o alla ripartizione dell'attivo residuo (art. 2350, co. 1, c.c.) o all'opzione di sottoscrizione di nuove azioni (art. 2441, co. 1, c.c.). In questa prospettiva, non sembra configurare un diritto al dividendo *ex art.* 2350, co. 1, c.c. l'ipotesi in cui si attribuisce ai *retail holders* una sorta di *bonus* in natura o una remunerazione rapportata all'andamento economico dell'ente, in quanto tale fattispecie non dà comunque luogo ad una partecipazione al capitale sociale dell'emittente (non a caso tali remunerazioni, sovente, non sono proporzionali all'apporto dato e liquidate a seguito dell'approvazione del bilancio *ex art.* 2433, co. 1, c.c.).

Inoltre, ai medesimi non competono di regola diritti di natura amministrativa, come, fra l'altro il diritto di intervento nelle assemblee (art. 2370, co. 1, c.c.), all'impugnativa delle delibere assembleari nei casi previsti dalla legge (art. 2377 c.c. e ss.), di prendere visione del progetto di bilancio (art. 2429, co. 3, c.c.), o di esaminare il libro dei soci e il libro dei verbali e delle adunanze (art. 2422, co. 1, c.c.). Merita invece una considerazione a parte la facoltà attribuita a taluni sottoscrittori di esercitare il "diritto di voto" in ordine a sondaggi o specifici profili dello sviluppo imprenditoriale sotteso al progetto: in tal caso, non si tratta di una facoltà di voto attribuita in ragione dell'azione detenuta, tant'è che non v'è di regola una proporzione tra il numero di "titoli digitali" posseduti e i voti esercitabili; né, d'altro canto, detta facoltà si canalizza nelle forme istituzionali previste dalla disciplina dell'organo assembleare delle società per azioni, trattandosi, sovente, dal punto di vista dell'oggetto della decisione, di "preferenze discrezionali" attinenti alla funzionalità del bene/servizio cui si ha diritto; ciò, a meno che non si attribuisca un espresso diritto di voto assembleare da esercitare, secondo le regole del diritto societario, per la formazione della volontà sociale (ipotesi nella quale il *token*, a quel punto, si allontanerebbe dalla funzione prettamente consumeristica e andrebbe valutato quantomeno sotto lo specolo della categoria dei *token* ibridi)²¹⁸.

Neppure sotto la prospettiva degli obblighi, la posizione dei titolari dei *token* di utilità presenta caratteristiche sostanziali equiparabili a quelle degli azionisti, non essendovi un obbligo di eseguire i conferimenti sottoscritti, né essendo data possibilità di eseguire prestazioni accessorie diverse dal denaro (art. 2345 c.c.): semmai, risulta sufficiente per i primi provvedere al pagamento

²¹⁸ In quest'ottica, appare condivisibile quanto affermato da C. SANDEL, *L'offerta iniziale di crypto-attività*, cit. 59, la quale afferma come "non sembra che meriti condivisione la scelta compiuta da alcuni legislatori nazionali di limitare il concetto di *token* d'uso soltanto a quei titoli che risultino assolutamente sprovvisti di altri diritti, che non siano quello (puro) di consumo, senza neppure provare a distinguere in base al contenuto o alla misura dell'ibridazione".

in moneta avente corso legale o altre criptovalute al fine di soddisfare l'obbligazione assunta.

Ciò posto, merita porre inoltre attenzione al fatto che la distanza tra le due posizioni è resa ancor più evidente in quelle ipotesi in cui, come anticipato, l'emittente che decide di far ricorso alle offerte di cripto-attività, come tecnica di raccolta di fondi, non assume neppure la forma giuridica di società²¹⁹;

b) la posizione di tali *retail holders* appare meno distante rispetto a quella degli obbligazionisti, in quanto anche l'emissione di obbligazioni, com'è noto, si annovera tra i mezzi di finanziamento della società sotto forma di capitale di debito; e del pari, anche le obbligazioni incorporano un diritto di credito nei confronti della società, non danno luogo ad una partecipazione societaria e vanno integralmente soddisfatte in anticipo rispetto alla ripartizione del capitale residuo fra i soci in sede liquidatoria. Va però messo in luce che mentre il sottoscrittore ha un diritto di credito alla restituzione della somma concessa e alla percezione degli interessi pattuiti, il possessore dei *token* non vanta invece alcuna pretesa di restituzione dell'importo corrisposto, avendo diritto ad accedere a determinati beni o servizi dell'emittente; né, inoltre, questi può rivendicare interessi corrispettivi sulla cifra corrisposta, non trattandosi di un debito pecuniario;

c) con riguardo agli strumenti derivati²²⁰ di cui alla lett. c) dell'art. 1, co. 1, n. 44, MiFID II²²¹, non pare che i *token* di utilità attribuiscono diritti o obblighi relativi all'opzione di acquisto o vendita di azioni o obbligazioni, in quanto di regola non presuppongono l'esistenza di una "*security*", salvo che abbiano come sottostante uno strumento di raccolta di capitale riconducibile alle tassonomie sopraindicate; in quest'ottica, andrebbe di volta in volta valutato se il *token* abbia un sottostante, se le fluttuazioni del suo valore dipendano da quest'ultimo e se sia regolabile in contanti o sia negoziabile su una *trading venue*.

Il titolo digitale in esame, inoltre, non sembra possa essere ricondotto nell'arcipelago degli strumenti finanziari derivati (come i *futures*, gli *swaps*, le opzioni, i derivati su merci e i derivati diversi *ex art. 1, co. 2, lett. d-J*). Benché con riguardo ai *futures*, ove il *token* dia diritto a fruire di beni o servizi futuri

²¹⁹ Emblematico in tal senso è il modello *Decentralized Autonomous Organization* "DAO" che, quale entità associativa atipica con finalità di investimento, non appare riconducibile ad una delle categorie societarie tipiche.

²²⁰ Com'è noto gli strumenti qualificabili come "derivati" costituiscono oggi un arcipelago articolato, che negli anni ha subito un rilevante ampliamento. Mentre, con le direttive Eurosif del 1993, la definizione era limitata ai derivati finanziari e a quelli su merci, con il regime MiFID si è ampliata l'estensione, ricomprendendo l'intera gamma di strumenti derivati potenzialmente rinvenibili sul mercato di capitali che presentano elementi di finanziarietà.

²²¹ In particolare, la disposizione li definisce come "*qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere tali valori mobiliari o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure*".

rispetto al momento dell'acquisto, possano sussistere delle analogie, sembrano più le differenze a dover essere rimarcate, i quanto negli *utility* di regola manca un sottostante a cui parametrare i loro valore; né, diversamente dagli *swaps*, sussiste una relazione fondata sullo scambio reciproco di flussi di denaro (con pagamento del differenziale); e neppure, alla stregua dell'opzione, si attribuisce al titolare del *token* un diritto di cedere o acquistare a scadenza un dato bene finanziario sulla base di un prezzo prestabilito²²². Più complessa invece appare la distinzione delle posizioni con riguardo ai derivati su merci²²³, una volta che anche gli *utility token* manterrebbero un collegamento con un bene/servizio non avente carattere finanziario (alla stregua dei metalli o altri beni non finanziari²²⁴): è però altresì vero che l'operazione di attribuzione del *token* non è destinata ad essere regolata mediante pagamento del differenziale in contanti o attraverso una stanza di compensazione (lett. e, f, g, art. 1, co. 2)²²⁵.

Sulla base delle brevi considerazioni che precedono, appare netta la divergenza del *fascio* di diritti e obblighi tra le posizioni sopra viste e quelle del titolare di *utility*. Resta il fatto però che le caratteristiche che in concreto un *token* di utilità negoziabile può assumere sono le più varie, sicché risulta difficile pensare di offrire un inquadramento a ciascuna di esse; per questo pare comunque necessario mantenere un approccio *case by case* che consenta all'interprete di distinguere i *token* di utilità da quelli che sono promossi come tali e invece si rivelano essere *finti utility token* per le loro caratteristiche finanziarie.

Anche i dati comparatistici²²⁶ sembrano però rafforzare l'idea che la qualificazione giuridica del *token* non debba dipendere unicamente da un unico

²²² Sui derivati finanziari, cfr. M. CIAN, *La nozione di strumento finanziario nel sistema del diritto commerciale*, op.cit., 1453.

²²³ Sul punto cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, op.cit., 10 ss.

²²⁴ Il tema della finanziarietà dei derivati su merci costituisce da tempo uno dei più complessi nell'ambito della disciplina dei servizi e attività di investimento. Non è infatti chiaro cosa debba intendersi per "merce", né appare compiutamente definito quale siano i perimetri della nozione di strumento derivato, così come sono discussi i termini circa la regolazione in contanti e/o su una *trading venue* riconosciuta alla stregua della disciplina MiFID II. Cfr. ANNUNZIATA F., *Strumenti derivati, disciplina del mercato dei capitali ed economia reale: una frontiera mobile. Riflessioni a margine del progetto di revisione della MiFID*, in *I contratti "derivati": dall'accordo alla lite*, a cura di U. MORERA e R. BENCINI, Bologna, Il Mulino, 2013, 13 ss. Si v. anche M. LAMANDINI – C. MOTTI, *Scambi su merci e derivati su commotidies. Quali Prospettive*, op.cit.; M. LOBUONO, *I Derivati su merci fra contratto e new properties*, op.cit., 447.

²²⁵ Se si guarda alla *survey* lanciata da ESMA, nessuna delle Autorità, con riguardo alla gamma eterogenea di fattispecie proposte, ha ritenuto si trattasse di derivati, ritenendo mancante il c.d. sottostante.

²²⁶ Al fine di distinguere i *token* in esame dalle categorie di base dei valori mobiliari, la Repubblica di San Marino, con il D.D. 23 maggio 2019 n. 86, che ha sostituito il precedente D.D. n. 37 del 2019, ha espressamente indicato all'art. 8, co. 2, le caratteristiche (in negativo) che i *token* di utilità non devono presentare per rimane nell'orbita di consumo, prevedendo che

elemento che riesca ad essere risolutivo per la funzione in concreto esercitata dall'*asset*, dovendosi semmai effettuare una valutazione complessiva²²⁷: in questa prospettiva, non pare sia il singolo diritto o obbligo (come il diritto di voto o il diritto ad un bonus) o la singola caratteristica (come la negoziabilità) a dover guidare la qualificazione giuridica del valore digitale, dovendosi semmai esaminare l'*amplesso* dei diritti e obblighi attribuiti al possessore e, dunque, la funzione concreta che l'operazione assume.

2.4.2.2 (segue) L'assenza di un bisogno di tutela uguale a quello dell'investitore *retail*

Al fine di distinguere i *token* di utilità dalle suindicate categorie finanziarie può giovare un'ulteriore considerazione: nell'ambito di tali tipi di *asset*, le sorti dei beni o dei servizi collegati al *token* non sembrano dipendere strettamente dalla situazione patrimoniale, dai risultati economici o dalla situazione finanziaria dell'emittente; in altri termini, pare che, a fronte del corrispettivo pagato, tali *retail holders* abbiano interesse alla sussistenza e alla conformità dei beni/servizi indirettamente acquistati²²⁸ ed, eventualmente, alla

gli stessi, fra l'altro, "non danno diritto al rimborso del capitale, alla corresponsione di interessi né alla distribuzione di utili e/o dividendi e non conferiscono alcun diritto quale azionista, obbligazionista o portatore di altro strumento finanziario quali, a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, i diritti di voto e/o altri diritti partecipativi".

Analogo approccio sembra ravvisabile nell'ordinamento maltese, nel quale l'Autorità di vigilanza, in attuazione del "Virtual Financial Asset Act"²²⁶ (L. n. 44 del 4 luglio 2018), ha elaborato un "financial instrument test", in virtù del quale la qualificazione giuridica dei *token* nell'alveo dei "transferable securities" si misura, tra l'altro, con la negoziabilità, i diritti attribuiti al sottoscrittore e il suo eventuale carattere di strumento di pagamento.

Peraltro, con il "Virtual Financial Asset Act", l'ordinamento maltese è stato il primo, tra quelli europei, a prevedere una disciplina di rango primario che regola la figura del *virtual financial agent*, registrato presso l'autorità di regolazione maltese ed in possesso dei requisiti previsti, che coadiuva l'emittente nelle attività preordinate alla predisposizione del *white paper* (cfr. i relativi artt. 7 e 14). Le persone interessate a svolgere tale funzione sono tenute a chiedere la registrazione presso l'Autorità in qualità di *virtual financial agent*. Per un commento alla legislazione maltese v. C.P. BUTTIGIEG – C. EFTHYMIPOULOS, *The regulation of crypto assets in Malta: The Virtual Financial Assets Act and beyond*, in *Law and Financial Markets Review*, 2019, 13:1, 30-40; V. BURILOV, *Regulation of Crypto Tokens and Initial Coin Offering in the EU*, in *European Journal of comparative Law and Governance*, 2019, 6, 146-186; A. ALEXANDRE, *Malta approva tre nuove leggi per il settore delle criptovalute, allo scopo di offrire una solida struttura legale alle aziende*, in *it.cointelegraph.com*, 5 luglio 2018.

Si v. pure la disciplina dei *token (utility)* e del contenuto del *white paper* introdotta dal legislatore francese con gli artt. L. 552-2 e ss. del *Code monétaire et financier* francese, come modificato dalla L. n. 486 del 2019 (c.d. *Pacte Act*).

²²⁷ Tale approccio è anche sostenuto da C. SANDEI, *Initial coin offering e appello al pubblico risparmio*, in *Diritto del Fintech*, a cura di M. CIAN – C. SANDEI, Cedam, Padova, 2020, 277.

²²⁸ Si veda, ad esempio, il noto caso dei *token* di *Filecoin* che conferivano ai titolari il diritto di utilizzare lo spazio di archiviazione sulla base del registro distribuito (<https://filecoin.io/>).

possibilità di rivendita del titolo acquistato, indipendentemente dalla situazione patrimoniale-finanziaria dell'emittente²²⁹.

In quest'ottica, si può ritenere che se non v'è un interesse dell'utente a tale condizione patrimoniale-finanziaria e alle prospettive dell'emittente, non potrebbe neppure esservi un concreto *need of protection*, come inteso alla stregua della disciplina dei mercati finanziari.

Sin dal celebre caso SEC v. Ralston Purina Co. del 1953²³⁰, la Corte Suprema statunitense, nell'interpretare l'art. 4 (1) del *Securities Act*, ha rimarcato che non sono il numero degli oblati, né la loro determinabilità ad essere risolutivi per la natura pubblica dell'offerta, dovendosi semmai guardare all'effettiva sussistenza del "*need of protection*"²³¹.

Tale "precondizione" all'applicazione della disciplina è stata da più parti declinata in modo differente. Senza ripercorrerne nel dettaglio il noto dibattito, giova ricordare che se a dire di un indirizzo interpretativo, diffuso tra alcuni studiosi statunitensi e condiviso da una parte della dottrina italiana, ricorre il tipico bisogno di protezione, allorquando l'offerta avviene con comunicazioni standardizzate e i destinatari, quali componenti di un gruppo, non hanno alcuna familiarità con gli affari della società da cui proviene l'offerta²³²; altro risalente indirizzo dissente e non ritiene determinanti le modalità di offerta, in quanto i singoli oblati sarebbero bisognosi di tutela anche se destinatari di un'offerta individuale, tale da consentire una contrattazione²³³.

Al di là delle modalità dell'offerta e del numero o dell'identificabilità dei destinatari, ciò che non può negarsi è che, in materia di offerta al pubblico, la disciplina dei mercati finanziari sembra avere alla base, tra l'altro, un concreto bisogno di protezione degli oblati²³⁴, che invece pare mancare nel fenomeno in esame.

²²⁹ Ciò salvo quanto si dirà con riguardo ai detentori che, nelle pratiche di *staking* o *farming*, acquistano l'*asset* prioritariamente per godere di eventuali rendite passive o percepire interessi (v. § 2.4.3).

²³⁰ Corte Suprema degli Stati Uniti, SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953), in <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/346/119/>.

²³¹ Sempre in quest'ottica è stato ritenuto che anche l'offerta ai dipendenti di una società (dunque ad un gruppo ristretto di soggetti ben determinati) può dar luogo ad un'offerta pubblica. Cfr. per ulteriori limiti sulla questione anche il caso "Doran v. Petroleum Management Corp." della Corte di Appello degli Stati Uniti, V circuito, del 1977.

²³² Cfr. L. LOSS – J. SELIGMAN – T. PAREDES, *op.cit.*, 349. Nello stesso senso, con riguardo alla dottrina italiana, cfr. G. ROSSI, *op.cit.*, 222; P.G. MARCHETTI, *Le offerte pubbliche di sottoscrizione e la legge 216*, in *L'informazione societaria, Atti del Convegno Internazionale di Studi*, Venezia 5-6-7- novembre 1981, Milano, 1982, 1042; si v. anche G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, nel Trattato Colombo-Portale, Torino, Utet, 10 **, 1993, 12 ss.; P. FORCHIELLI, *op.cit.*, 763, il quale riteneva il tratto saliente della figura in esame si riassume nell'indeterminatezza del destinatario della offerta.

²³³ D. PREITE, *op.cit.*, 223.

²³⁴ Tra gli obbiettivi cui mira la direttiva MiFID II si annovera quello di proteggere gli investitori (considerando n. 86), ancorché con misure adeguate alla specificità di ciascuna categoria di soggetti (clienti al dettaglio, professionali e controparti). In tema cfr. L. DI NELLA, *Profili della nuova disciplina dei mercati finanziari*, in *La tutela del consumatore dei servizi*

In questa prospettiva, non si ritiene opportuno tutelare quello che in fondo è un “consumatore”, fornendogli, fra l’altro, informazioni che non avrebbe interesse a conoscere²³⁵. Appare condivisibile il rilievo di una parte della dottrina²³⁶, in virtù del quale le asimmetrie informative tra emittente e *token-holders* non sono quelle tradizionalmente correlate ai rischi del mercato finanziario, vertendo piuttosto principalmente sulla natura e sulla conformità dei beni-servizi offerti: ciò per la chiara ragione che il *sottoscrittore* di utilità non partecipa all’iniziativa imprenditoriale dell’emittente o ad operazioni di prestito con obbligo di rimborso a carico di quest’ultimo, assumendo invece le vesti di mero utente²³⁷.

Né sembra che possa sul punto venire in rilievo la circostanza che il bene o il servizio cui il portatore del titolo ha diritto sia fruibile *offline* o comunque al di fuori della *DLT (off-chain)*: il dubbio potrebbe sorgere, osservando alcuni provvedimenti di alcuni legislatori nazionali, come quello entrato in vigore in Albania, secondo il quale è considerato *token* d’uso quello che “*a) provides access to an application, service or good; and b) by offers no utility, service or application outside of the DLT Platform on which it was issued*”²³⁸; in tal caso,

finanziari, Applicazioni giurisprudenziali e attuazione delle direttive MiFID, a cura di DI NELLA L., Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2007, 193 ss. Quello della tutela degli investitori, com’è noto, non è il solo obiettivo a far da sfondo alla disciplina suindicata, perseguendosi, fra gli altri, anche gli scopi di ridurre il costo della raccolta di capitali per le società, di eliminare i c.d. problemi di agenzia, di approntare una risposta seria ai rischi sistemici e alla stabilità finanziaria e, soprattutto, di creare un mercato efficiente ed integrato nel suo insieme (cfr. J.C. JR. COFFEE – H. SALE – M.T. HENDERSON, *op.cit.*, 3 ss., i quali menzionano, nell’ambito degli obiettivi della disciplina dei mercati finanziari: i) “*consumer protection*”; “*systemic risk and financial stability*”; iii) “*standardizing disclosure to meet the informational needs of investors*”; iv) “*inadequate incentives to disclose*”; v) “*allocative efficiency*”; vi) “*corporate governance and “agency costs”*”; vii) “*economics growth, innovation, and access to capital*”; viii) “*maintaining a competitive market and the relative cost of capital*”).

²³⁵ Il dato delle intenzioni/motivazioni speculative dell’acquirente, peraltro, non può essere enfatizzato, in quanto, la qualificazione giuridica di un valore, non deve unicamente dipendere dall’intenzioni soggettive dell’aderente. Come sottolinea G. GUIZZI, voce “*Mercato finanziario*”, in *Enc. Dir. Agg. V*, Milano, 2001, 749, ciò che rileva è che il bene “*sia oggettivamente negoziabile e sia dunque in grado di dar vita a un sistema di scambi per contanti (il cosiddetto mercato secondario)*”.

²³⁶ Cfr. P. HACKER – C. THOMALE, *The Crypto-Security. Initial Coin Offerings and EU Security Regulation*, *op.cit.*, 236.

²³⁷ Preme sottolineare che la concreta protezione pare fondarsi sul presupposto che le sorti del prodotto offerto dipendano prioritariamente dalla situazione patrimoniale, dai risultati economici e dall’andamento dell’attività dell’emittente: tale nesso si evince chiaramente dal contenuto del prospetto informativo, allorché, in attuazione del Regolamento UE Prospetto 2017/1129 del 14 giugno 2017, l’art 94-bis T.u.f., obbliga l’emittente a pubblicare prima dell’offerta, *inter alia*, “*tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell’emittente e dei prodotti finanziari offerti, siano rilevanti per un investitore affinché possa procedere ad una valutazione con cognizione di causa della situazione patrimoniale, dei risultati economici, della situazione finanziaria e delle prospettive dell’emittente e degli eventuali garanti, nonché dei diritti connessi ai titoli, delle ragioni dell’emissione e del suo impatto sull’emittente*”.

²³⁸ Così l’art. 3, par. 25, l. n. 66 del 2020, c.d. “*Fintoken Act*”. Ma si v. pure le *Rules and Regulations Governing Initial Coin Offerings (ICO)*, Chapter one, section 2, AA, della SEC delle Filippine.

non pare che tale circostanza possa incidere sulla qualificazione del titolo, atteso che lo stesso continuerebbe a riflettere la propria funzione di consumo anche al di fuori dei sistemi di *blockchain*, in ragione della natura dell'oggetto della prestazione.

Per quanto sopra, sembra allora proficuo approntare un regime di tutela che garantisca il *token-holder*, in ordine alla effettiva corresponsione dei beni o servizi cui il titolo dà accesso e alla loro esatta conformità rispetto a quelli pattuiti: interessi che quindi andrebbero meglio tutelati con i rimedi di impronta consumeristica.

2.4.2.3 (segue) La negoziabilità negli *exchanges*

Come si è detto, un ulteriore indice, da tenere in considerazione ai fini qualificatori, è la *possibilità* che il documento crittografato formi oggetto di atti di disposizione nelle nuove piattaforme di scambio: in questo caso, la questione è se la prospettiva di rivendita fornita dall'emittente al momento del primo collocamento possa costituire o meno un elemento decisivo per la qualificazione del titolo digitale²³⁹.

Negli Stati Uniti, su iniziativa di un commissario della SEC, è stata formulata la proposta al Congresso di dare rilievo qualificatorio alla “negoziabilità”, solo se effettivamente esistente alla scadenza di un triennio a partire dall'offerta: ciò allo scopo di fornire ai team di sviluppo un periodo di tre anni entro il quale poter incentivare la partecipazione degli oblati, senza dover osservare, sia pure a certe condizioni, l'obbligo di registrazione previsto delle leggi federali sui titoli²⁴⁰.

Se quest'iniziativa sembra costituire un tentativo bilanciato di risolvere la questione, a livello eurounitario, invece, non pare esservi un quadro omogeneo circa il concetto di negoziabilità e la sua funzione qualificatoria: basti pensare alla citata *survey*, proposta da ESMA l'estate dello scorso 2018, in ordine alla riconducibilità o meno di sei tipologie di *crypto-assets* nelle categorie finanziarie proprie dei diversi Stati Membri, che ha condotto a risultati tutt'altro che omogenei, anche per la specificità interna dei singoli ordinamenti nazionali coinvolti²⁴¹.

Sul punto, una parte della dottrina ritiene che, per determinare la natura dell'offerta, nel nostro ordinamento, bisogna guardare all'esistenza in capo al

²³⁹ Cfr. C. SANDEI, *L'offerta iniziale di cripto-attività*, cit., 44 ss.

²⁴⁰ Si v. la “*Token Safe Harbor Proposal 2.0*”, in <https://www.sec.gov/news/public-statement/peirce-statement-token-safe-harbor-proposal-2.0>, formulata, nella sua seconda versione del 13 aprile 2021, dalla commissaria Hester M. Peirce, e poi recepita nel progetto di legge “*Clarity for Digital Token Act of 2021*”, avanzato al Congresso il 21 ottobre 2021 (cfr. in <https://www.congress.gov/>).

²⁴¹ Cfr. ESMA, *Annex 1. Legal qualification of crypto-assets-survey to NCAs*”, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf.

proponente di un (ulteriore) *obbligo* contrattuale diretto a garantire all'aderente la facoltà di rivendita allo stesso emittente o al mercato, giacché, solo in tal caso, potrebbe affermarsi che l'atteso incremento di valore del capitale impiegato rappresenterebbe un elemento intrinseco all'offerta, idoneo come tale a connotarla sul piano causale: in quest'ottica, si afferma che, qualora l'emittente si impegnasse, nel *white paper* o nel documento commerciale, a riacquistare o comunque a concludere accordi per l'ammissione del *token* alla negoziazione su uno o più piattaforme, l'*asset*, riferito tanto a prestazioni presenti o future, dovrebbe considerarsi come prodotto finanziario²⁴².

Salvo quanto si dirà appresso circa la riconducibilità dell'*asset* in parola nella categoria dei prodotti finanziari atipici, sembra condivisibile il ragionamento per cui l'*obbligo di riacquisto* dell'emittente – o di un soggetto a questi comunque collegato – possa costituire un indice per la qualificazione in termini finanziari dell'*asset* in questione.

Appare però più controversa la fattispecie concreta in cui detto *obbligo* non sia pattuito: in tal caso, come si diceva, la questione è se la sola *possibilità* di circolazione nelle piattaforme secondarie abbia una sua incidenza deterministica sulla qualificazione. Sul punto, non sembra che la sola presenza di tale profilo (in mancanza dei caratteri che rendano i *token* di utilità quantomeno omogenei ai titoli sopra visti, e, dunque, dei medesimi obblighi e diritti posti in capo al *token holder* rispetto al sottoscrittore di quei valori mobiliari) possa trasformare la natura consumeristica di un *asset* comunque destinato all'acquisto di un bene o di un servizio di consumo.

In quest'ottica, pare utile tener conto anche dell'orientamento condiviso da alcune Autorità di regolazione europee, secondo la citata indagine di ESMA, che ritengono la negoziabilità dell'*asset* una qualità accessoria, da sola priva della capacità di incidere sulla sua natura, atteso che la stessa andrebbe semmai misurata avendo esclusivo riguardo all'oggetto, ossia al contenuto intrinseco della posizione incorporata nel titolo: in questo senso, la futura negoziabilità del *token* (di consumo) diverrebbero un aspetto irrilevante per la sua qualificazione.

A ciò va aggiunto che, in seno al citato studio, i *token* negoziabili negli *exchanges* non riconducibili alle tradizionali sedi di negoziazione²⁴³ non dovrebbero essere considerati *transferable securities*²⁴⁴; il che appare un dato che sembra allontanare i *token* di utilità dalla categoria finanziaria in esame.

²⁴² C. SANDEI, *L'offerta iniziale di crypto-attività*, cit., 50 ss.

²⁴³ Come i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione o i sistemi organizzati di negoziazione rispettivamente definiti ai sensi dell'art. 4, co. 1, co. 21, 22, 23, MiFID II. V. anche la "Mappatura delle sedi di negoziazione in Italia dopo l'entrata in vigore di MiFID/MiFIR" di CONSOB dello scorso 7 ottobre 2018.

²⁴⁴ Con riguardo al sistema chiuso di cui alla normativa europea, cfr. D.I. PACE, *Le negoziazioni organizzate di strumenti finanziari*, in *NDS*, 2016, 1, 38 o anche consultabile <https://www.nuovodirittodellesocieta.it/>. In materia v. pure M. CIAN, *Le sedi di negoziazione diversa dai mercati regolamentati*, in *St. iur.*, 2019, 452.

Sulla questione, occorre infatti evidenziare che se, da un lato, l'attività esercitata dalle piattaforme di scambio di cripto-attività potrebbe candidarsi a realizzare un luogo di negoziazione che consente o facilita l'incontro di interessi di acquisto e di vendita relativi ai valori digitali²⁴⁵, dall'altro non pare che al momento le stesse siano state qualificate dal legislatore come sedi di negoziazione riconosciute²⁴⁶.

Sembra infatti che la riconducibilità di tali piattaforme alle sedi di negoziazione regolamentate sia un'attività esegetica tutt'altro che agevole: senza entrare nei dettagli della relativa disciplina, giova ricordare che il regime della riserva di attività in materia di gestione dei sistemi di negoziazione opera diversamente per i mercati regolamentati e per gli altri sistemi di scambio (come gli MTF o gli OTF): per i primi, come evidenziato in dottrina²⁴⁷, ad ogni "sistema" corrisponde una specifica autorizzazione *ex art. 64-quater* T.u.f., per i secondi la facoltà di istituzione e gestione del mercato deriva dall'autorizzazione alla prestazione della relativa attività di investimento (questa, infatti, consente al gestore di istituire uno o più sistemi di scambio, senza dover, per ciascuno di essi, chiedere un'autorizzazione *ad hoc*).

Nella situazione odierna, appare facile affermare che tali *exchanges* non possano essere sussunti nella nozione di mercati regolamentati *ex art. 1, co. 1, lett. w-ter* T.u.f., in quanto scevri dell'autorizzazione prevista a livello nazionale. In ragione di ciò, la questione si ridurrebbe alla riconduzione di tali piattaforme nel quadro degli MTF e degli OTF che, diversamente dai mercati regolamentati, possono operare in difetto di un'autorizzazione *ad hoc*. In quest'ottica, dunque, diverrebbe centrale l'interpretazione della controversa nozione di "sistema" quale complesso di regole preventive e non discrezionali disposte da un

²⁴⁵ Negli Stati Uniti, la SEC ha sanzionato il fondatore di un *exchange* decentralizzato "Etherdelta" per avere esercitato abusivamente attività di investimento, realizzando "a marketplace for bringing together buyers and sellers for digital asset securities through the combined use of an order book, a website that displayed orders, and a "smart contract" run on the Ethereum blockchain". Si v. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Cease and Desist order dell'8 novembre 2018, in <https://www.sec.gov/>.

²⁴⁶ È anche vero che la Commissione U, nelle sue Q&As circa la MiFID, (https://ec.europa.eu/info/law/markets-financial-instruments-mifid-directive-2004-39-ec/implementation/guidance-implementation-and-interpretation-law_en), ha precisato come il mercato di capitale è un concetto da intendere in senso ampio e non coincidente con quello di sede di negoziazione autorizzate.

²⁴⁷ Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, *op.cit.* 13, che chiarisce come negli MTF e OTF "l'autorizzazione all'istituzione e alla gestione del mercato deriva dall'autorizzazione alla prestazione della relativa attività di investimento: questa è rilasciata, in base alla disciplina dei servizi e attività di investimento, una tantum, e consente al gestore di istituire uno o più sistemi di scambio, senza dover, per ciascuno, richiedere un'autorizzazione specifica".

“soggetto gestore”, in uno con un’infrastruttura tecnologica capace di garantire il funzionamento del sistema medesimo²⁴⁸.

Ora, se tale nozione di “sistema” presuppone quella di un “soggetto gestore”, difficilmente potrebbero ad essa ricondursi, come precisato da una parte della dottrina²⁴⁹, gli *exchanges* decentralizzati puri (c.d. “DEX”) nei quali non è agilmente individuabile un soggetto che esercita la funzione sopra richiamata²⁵⁰.

Al contrario, meno difficoltà potrebbero sorgere per la sussunzione in tale nozione degli *exchanges* centralizzati, in cui invece un soggetto gestore è individuabile; ma a quel punto, come evidenziato in dottrina, la soluzione dipenderebbe anche in considerazione dei modelli di *business* di non agevole lettura delle diverse piattaforme, per comprendere se le stesse presentano tutti i requisiti minimi per essere considerati come MTF o OTF e, conseguentemente, essere assoggettati alla relativa disciplina²⁵¹. Anche la riconduzione di tali piattaforme a tali sistemi di scambio richiederebbe, dunque, un’analisi caso per caso²⁵².

Alla luce di quanto sopra, sembra che tali dati, letti unitamente a quanto precisato circa la differenza di posizioni tra i detentori di *token* di utilità e gli investitori di valori mobiliari (§ 2.4.2.1) e l’assenza di un medesimo bisogno di tutela (§ 2.4.2.2), convincono a ritenere che i *token* di utilità qui in esame debbano esulare dalle categorie finanziarie sopra viste²⁵³.

²⁴⁸ Si v. in tal senso il considerando n. 7 del Regolamento MiFIR, che prevede che rientrano nella nozione di “sistema” anche “*quelli che funzionano esclusivamente in base a una serie di regole (...) che disciplinano aspetti relativi all’acquisizione della qualità di membri, all’ammissione di strumenti alla negoziazione, al negoziazione tra membri*”.

²⁴⁹ F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle trading venues nell’era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, op.cit., 15.

²⁵⁰ In questi sistemi, infatti, tutto avviene sotto la supervisione dei partecipanti.

²⁵¹ Cfr. C. SANDEI, *Initial coin offering e appello al pubblico risparmio*, op.cit., 298.

²⁵² Ciò salvo che gli stessi non siano negoziati su una delle tipiche sedi di negoziazione, circostanza che condurrebbe a valutare se in effetti l’oggetto di scambio sia uno *utility* o più verosimilmente un *token* di investimento.

²⁵³ Peraltro, a livello nazionale, non pare possa dirsi che il legislatore non sia intervenuto, sia pure per profili diversi, nella regolazione di tali piattaforme: come anticipato, l’art. 17-bis, co. 8-bis, D.lgs. n. 141 del 2010, impone ai “*prestatori di servizi relativi all’utilizzo di valute virtuali*” l’iscrizione in apposita sezione del registro dei cambiavalute e l’obbligo di trasmettere le negoziazioni effettuate all’Organismo per la gestione degli Elenchi degli Agenti in attività finanziaria e dei Mediatori creditizi (c.d. “OAM”); mentre, più di recente, il decreto MEF del 13 gennaio 2022, ha regolato le modalità e le tempistiche con cui i soggetti che intendano esercitare tali servizi in Italia sono tenuti a iscriversi nella sezione speciale del registro tenuto dall’OAM.

Nel citato Rapporto dello scorso gennaio 2020, Consob ha invece escluso l’introduzione di una nuova disciplina per tali piattaforme di scambio, in quanto richiederebbe la previsione di meccanismi di *disclosure* e misure organizzative volte a fornire adeguate forme di tutela, suggerendo piuttosto l’estensione – in presenza di un sistema di *opt-in* – ad essi della normativa sui portali di *crowdfunding* autorizzati a norma dell’art. 50-*quinquies* T.u.f. (la cui attività è disciplinata dal Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013).

Il *trend* volto ad escludere la riconduzione degli *exchange* nella nozione di mercato regolamentato o altro sistema di scambio riconosciuto sembra trovare conferma nella circostanza

2.4.3 I *token* di utilità come altro investimento di natura finanziaria?

Il terreno della qualificazione dei *token* di utilità risulta ancora più incerto se si considera che, da un lato, il fenomeno in esame ha una natura intrinsecamente transnazionale, e dall'altro il quadro definitorio dei prodotti/strumenti finanziari non appare omogeneo tra i diversi Stati Membri, per la discrezionalità lasciata agli Stati Membri nel recepire e attuare la disciplina comunitaria (come la MiFID II)²⁵⁴.

Ne consegue che la riconducibilità dei *token* in tali categorie finanziarie dipende dalla relativa definizione che gli Stati Membri hanno adottato nell'ambito dei loro ordinamenti, incontrandosi meno ostacoli verso una qualificazione finanziaria nei casi in cui a livello nazionale operano categorie aperte e residuali e, di contro, più difficoltà in quelli in cui sono vigenti elencazioni tassative²⁵⁵.

A livello nazionale, l'esame circa la natura finanziaria dei *token* di utilità va condotto come si diceva su due livelli, in quanto quei *token* che non siano riconducibili in una delle sottocategorie degli strumenti finanziari possono pur sempre essere ricondotte nel cerchio più esterno del sistema mobiliare, ossia nella categoria residuale di “ogni altra forma di investimento di natura finanziaria” a norma dell'art. 1, co. 1, lett. u), T.u.f.²⁵⁶.

che la Proposta MiCA prevede, da un lato, una disciplina autorizzatoria *ad hoc* per i fornitori di servizi relativi alle cripto-attività (artt. 53 e ss.) e regole specifiche in considerazione dei diversi *token* – ivi inclusi gli *utility* – per l'ammissione alle piattaforme di negoziazione di cripto-attività, e, dall'altro, all'art. 3, co. 1, n. 11, fornisce un'autonoma definizione per la “*gestione di una piattaforma di negoziazione di cripto-attività*”²⁵³; tutte disposizioni che non avrebbe motivo di sussistere se tali piattaforme fossero qualificabili come tradizionali sedi di negoziazione.

²⁵⁴ Cfr. H. MARJOSOLA, *op.cit.*, 254 ss., che evidenzia come la trasformazione digitale costituisce un'opportunità per una più ampia armonizzazione della disciplina dei mercati finanziari a livello europeo.

²⁵⁵ A riprova del quadro disomogeneo e della difficoltà di avere uniformità di vedute, è sufficiente menzionare la *survey* lanciata da ESMA alle Autorità di vigilanza nazionali l'estate dello scorso 2018, in ordine alla riconduzione o meno di sei tipologie di *crypto-assets* nelle categorie finanziarie proprie dei diversi Stati Membri. Il report “*Annex 1. Legal qualification of crypto-assets-survey to NCAs*” è consultabile al sito https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf.

²⁵⁶ Ai sensi della disposizione, si intendono per prodotti finanziari “*gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*”, mentre “*non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari*”.

Com'è noto, la diversità tra “strumenti” e “prodotti” si ravvisa non sul piano delle fattispecie concrete oggetto di regolazione ma su quello delle regole alle quali le due categorie fanno riferimento (servizi di investimento, per i primi, sollecitazione, per i secondi): come evidenziato dalla dottrina (G. GITTI, *Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, cit., 13 ss.), a distinguere gli strumenti dai prodotti finanziari è la caratteristica della potenziale negoziabilità nel mercato dei capitali dei primi e non anche necessariamente dei secondi; le manifestazioni negoziabili intrinsecamente finanziarie sono solo prodotti e non anche strumenti finanziari, allorquando al momento della loro emissione non siano, sulla base di un giudizio ragionevole *ex ante*, potenzialmente negoziabili in un mercato secondario.

Per la sussunzione in tale fattispecie, peraltro, non dovrebbe occorrere – benché il dato non sia pacifico in dottrina²⁵⁷ – che il prodotto sia potenzialmente negoziabile in un mercato secondario, sicché neppure l’eventuale assenza di tale requisito allontanerebbe i *token* di utilità dalla possibilità di essere attratti nella categoria residuale in parola ed essere soggetti alla disciplina dell’offerta al pubblico di prodotti finanziari di cui all’art. 1, co. 1, lett. t), T.u.f.²⁵⁸ (e, fra l’altro, del prospetto informativo di cui all’art. 94, T.u.f. o della promozione e collocamento a distanza di cui agli artt. 32, T.u.f. e 125 del Regolamento intermediari, adottato con delibera della Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018, e ss.mm.ii.).

Questa, infatti, è una nota peculiarità del nostro ordinamento che – come già visto negli USA con l’*Howey test*²⁵⁹ – al fianco di elencazioni “tendenzialmente” tassative di strumenti finanziari, prevede una categoria più ampia e residuale capace di attrarre a sé fenomeni anche molto diversi fra loro²⁶⁰

²⁵⁷ Cfr. C. SANDEI, *L’offerta iniziale di crypto-attività*, cit. 45 ss.

²⁵⁸ A norma di tale disposizione è “offerta al pubblico di prodotti finanziari ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell’offerta e dei prodotti finanziari così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati”. In virtù di tale disposizione, sono elementi costitutivi della fattispecie dell’offerta al pubblico, come evidenziato dalla Consob con la Comunicazione n. DTC/13038246 del 6 maggio 2013: i) “la circostanza che l’attività abbia ad oggetto “prodotti finanziari” (per essi intendendosi, ex art. 1 co. 1 lett. u) TUF, “gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria”); ii) “la sussistenza di una comunicazione volta a far acquistare o sottoscrivere un determinato prodotto finanziario e contenente, di conseguenza, quantomeno la rappresentazione delle caratteristiche e delle condizioni essenziali dello stesso”; iii) “la circostanza che la suddetta offerta sia rivolta al pubblico residente in Italia”.

²⁵⁹ Sul punto cfr. D.A. ZETSCHE – F. ANNUNZIATA – D.W. ARNER – R.P. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA) and the EU Digital Finance Strategy*, cit.

²⁶⁰ È noto infatti che la Consob e la giurisprudenza di legittimità siano concordi nel ritenere prodotti finanziari anche beni materiali la cui offerta pubblica realizza un’operazione diretta a far conseguire ai risparmiatori dei profitti e non soddisfi invece bisogni diversi. Sul punto cfr. C. SANDEI, *Le initial coin offering nel prisma dell’ordinamento finanziario*, cit., 403.

come in passato i casi, fra l'altro, dei diamanti²⁶¹, delle opere d'arte²⁶², o dei certificati di vini *en primeur*²⁶³).

Come anticipato, sulla base di un orientamento ormai consolidato anche in giurisprudenza²⁶⁴, la Consob interpreta la formulazione di “*ogni altro investimento di natura finanziaria*” come ricomprensivo i tre seguenti elementi: i) l'impiego di capitale; ii) una promessa/aspettativa di rendimento di natura finanziaria; iii) l'assunzione di un rischio connesso all'impiego di capitale.

Si tratta di requisiti che non consentono di giungere a risultati esegetici certi, dipendendo la possibilità di ricomprendere in essi i caratteri degli acquisti dei *token* di utilità dal modo in cui essi vengono interpretati.

In più occasioni, la Consob, nell'esercizio dei suoi poteri di cui all'art. 99, co. 1, T.u.f., ha sospeso in via cautelare o del tutto vietato le offerte al pubblico di *assets* o financo applicato sanzioni amministrative nelle ipotesi di sospetti o di accertamenti di violazione delle disposizioni del T.u.f. o delle relative norme di attuazione, come nei casi:

a) “**token TGA**”, nel quale è stata irrogata una sanzione amministrativa pecuniaria alla società londinese Togacoin Ltd²⁶⁵ per aver svolto nei confronti di risparmiatori residenti in Italia un'attività di offerta al pubblico di prodotti finanziari, in difetto di una preventiva comunicazione alla Consob e della trasmissione del prospetto informativo destinato alla pubblicazione *ex art.* 94, co. 1, T.u.f.²⁶⁶. In particolare, al fine di finanziare un determinato progetto

²⁶¹ Cfr. Consob, Comunicazione n. DTC/13038246 del 6 maggio 2013 e Cass., 5 febbraio 2013, n. 2736, in <https://www.ilcaso.it/>, la quale afferma che “*la natura aperte ed atecnica di prodotto finanziario (...) se da un lato costituisce la risposta del legislatore alla creatività del mercato ed alla molteplicità di prodotti offerti al pubblico dai suoi attori, dall'altro risponde all'esigenza di tutela degli investitori, consentendo di ricondurre nell'ambito della disciplina di protezione dettata dal testo unico anche forme innominate di prodotti finanziari*”. Cfr. anche le Delibere dell'Autorità italiana n. 14422 del 13 febbraio 2004, n. 14347 del 10 dicembre 2003, n. 14110 del 3 giugno 2003, n. 13423 del 22 gennaio 2002, nonché le Comunicazioni n. DEM/3082035 del 19 dicembre 2003, n. DEM/1027182 12 aprile 2001 e n. DAL/97006082 del 10 luglio 1997.

²⁶² Cass., 12 marzo 2018, n. 5911, in <https://www.ilcaso.it/>, secondo la quale la sottoscrizione di un contratto di compravendita di opere d'arte a un prezzo scontato con una percentuale variabile tra il 5% e il 7% del prezzo indicato in listino con la facoltà per gli acquirenti, fra l'altro, di risolvere il contratto realizza un'operazione complessa che “*non è esente da rischio – nella specie del “rischio emittente”*; e, poiché anche il tale “rischio emittente” “*è incluso nell'alea assunta dall'investitore mediante l'investimento, ai fini della configurabilità della presenza di un prodotto finanziario, con la correlata applicazione della disciplina in materia di sollecitazione, è sufficiente che sussista l'incertezza in merito – non all'entità della prestazione dovuta o al momento in cui questa sarà erogata – bensì alla capacità stessa dell'emittente di restituire il tantundem, con la maggiorazione promessa*”.

²⁶³ V. Consob, Comunicazione n. 98082979 del 22 ottobre 1998.

²⁶⁴ Cfr. Cass., 5 febbraio 2013, n. 2736, cit., che afferma “*l'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*”.

²⁶⁵ Cfr. Consob, Delibera n. 21557 del 22 ottobre 2020 in <https://www.consob.it/>.

²⁶⁶ Dapprima, con la delibera n. 20660 del 31 ottobre 2018, ricorrendo i presupposti dell'art. 99, comma 1, lett. b) del T.u.f., l'Autorità aveva disposto la sospensione in via cautelare

imprenditoriale, la società, dopo aver annunciato una “*early contributors phase*” con la possibilità per i primi acquirenti di acquistare i *token* al 30% di sconto, aveva promosso, tramite il proprio sito internet, una *ICO* di “*token TGA*” che garantivano ai possessori il diritto di ottenere un profitto rispetto alle attività esercitate dalla società; detto acquisto si concretizzava, secondo quanto riportato nel relativo *white paper*, in “*un’opportunità di investimento*”, con la possibilità per i risparmiatori di calcolare il possibile rendimento del proprio investimento²⁶⁷. In ragione di tali connotati, l’Autorità di vigilanza italiana ha ritenuto che l’elemento causale della proposta negoziale era riconducibile alla “*produzione di un rendimento finanziario quale corrispettivo dell’impiego di capitale conferito dal percettore del rendimento medesimo*”, il quale avrebbe quindi acquistato il *token* con un’aspettativa di profitto”;

b) “**bolton coin (BFCL)**”, in seno al quale l’Autorità di vigilanza nazionale ha vietato l’attività di promozione di investimenti di natura finanziaria nei confronti di aderenti italiani, condotta, tramite il proprio sito internet, dalle società Bolton Holding Limited e Bolton First Credit Limited, per aver violato l’obbligo di preventiva comunicazione e pubblicazione del prospetto²⁶⁸. Dall’esame del *white paper*, contenente la descrizione dei diritti incorporati nei “*bolton token*”, risultava scritto che ai possessori veniva garantito il diritto di aderire ad un programma d’investimento biennale, su titoli emessi dalla prima società e garantiti dalla seconda, con la corresponsione, a scadenze trimestrali e per i due anni successivi all’acquisto, di un rendimento mensile dell’1,83% rispetto al capitale versato. Inoltre, alla promessa di rendimento, si accompagnava l’impegno da parte di un’altra società (la *Bolton Holding Group*) al riacquisto dei *token* ad un prezzo predeterminato²⁶⁹. Da qui, la qualificazione in termini di prodotti finanziari dei valori offerti, con le suindicate conseguenze giuridiche, una volta che la struttura dell’operazione prevedeva un impiego di capitale dell’aderente, allo scopo di ottenerne un rendimento predefinito,

per un periodo di novanta giorni dell’offerta al pubblico avente ad oggetto investimenti di natura finanziaria, promossa dalla Togacoin Ltd anche tramite il sito <https://togacoin.com>, e successivamente, con delibera n. 20786 del 22 gennaio 2019, ricorrendo i presupposti dell’art. 99, comma 1, lett. d), T.u.f, ne aveva disposto il divieto di svolgimento dell’offerta al pubblico.

²⁶⁷ Con riguardo alle caratteristiche dei “*token TGA*”, al par. “*1 – Dichiarazione di non responsabilità del Whitepaper V2*” veniva scritto che “*Dopo le operazioni di mining verrà riconosciuto ai token holders il diritto di profitto e perciò, i tokens TGA possono essere considerati dei titoli*”.

²⁶⁸ Consob, Delibera n. 21972 del 28 luglio 2021, in <https://www.consob.it/>.

²⁶⁹ Sempre nel *White paper* pubblicato per l’operazione *de qua* veniva chiarito che la fonte dei rendimenti associati ai *titoli* e della garanzia del riacquisto dei “*BFCL*” sarebbe stata costituita dai proventi delle molteplici attività asseritamente svolte dalle società appartenenti al citato “*Bolton Holding Group*”, tra le quali l’estrazione e il commercio di materie prime come l’oro, i diamanti e le terre rare; la prestazione di servizi finanziari; lo sviluppo di tecnologie emergenti quali la robotica, la *Blockchain*, l’intelligenza artificiale e il *mining* di criptovalute).

calcolato sul capitale conferito dall'investitore, in cui era insito un potenziale rischio finanziario;

c) “**sirio CT**”, in cui la Consob, con la delibera n. 21988 dell'8 settembre 2021, ha vietato l'offerta al pubblico dei relativi *token* (“*sirio CT*”) effettuata dalla società Leverit Panama Sa, perché, in violazione della suindicata disciplina sul prospetto, prometteva ai potenziali acquirenti guadagni secondo un predefinito “*referral plan*”, nei termini di “*earn rewards for owning and maintaining SICT, which works similar to how interest works on a fixed terms*”²⁷⁰; secondo l'Autorità, la struttura dell'operazione in esame prevedeva l'impiego dei capitali dell'oblatore per l'ottenimento di un rendimento predefinito, basato sul capitale conferito e per il quale non veniva richiesto all'utente di effettuare alcuna attività diversa dal mero conferimento, con l'assunzione a carico di quest'ultimo di un potenziale rischio finanziario²⁷¹.

Al di là di quei casi, come quelli appena visti, nei quali l'offerta ha ad oggetto *token* di investimento, giova qui ribadire che la definizione di prodotti finanziari atipici intesa in senso tradizionale potrebbe attrarre a sé anche quei *token* di utilità privi di una componente finanziaria.

Ciò in quanto, benché soddisfi una funzione di consumo, la fattispecie degli *utility token*, sovente, implica un impiego di denaro per l'acquisto di una *res* digitale, attribuendo all'utente un (eventuale) margine di guadagno in caso di rivendita e, quindi, un (possibile) rischio correlato all'impiego del capitale.

A ciò si aggiunga che tale profilo di “rendimento” spesso viene anche enfatizzato nel *white paper* collegato all'operazione, per incentivare all'acquisto i destinatari dell'iniziativa²⁷².

²⁷⁰ In quest'ottica, l'Autorità italiana riteneva che l'elemento causale della proposta negoziale era “*riconducibile alla produzione di un rendimento finanziario quale corrispettivo dell'impiego di capitale conferito dal percettore del rendimento medesimo che, quindi, conferisce il proprio denaro con un'aspettativa di profitto, vale a dire di accrescimento delle disponibilità investite*”, sicché la riferita proposta negoziale promossa tramite i siti impiegati dalla Società doveva essere qualificata come prodotto finanziario, *sub specie* di “*forma di investimento di natura finanziaria*”.

²⁷¹ Negli stessi termini, si v. pure la Delibera n. 20693 del 14 novembre 2018 di Consob avente ad oggetto la sospensione, ai sensi dell'art. 99, comma 1, lett. b), del D. lgs. n. 58/1998, dell'offerta al pubblico dei *token* “*Crypton*” che avrebbero conferito ai possessori “reddito passivo” proporzionalmente alla quantità di *crypto-assets* posseduti dall'investitore. Da qui, la statuizione che la stessa mirava a garantire un rendimento strettamente collegato all'impiego di denaro al suo percettore, il quale si assumeva il rischio dell'investimento. Tra le sospensioni di attività di Consob v. anche la delibera n. 21853 del 19 maggio 2021 avente ad oggetto l'investimento di natura finanziaria denominato “*Niwix token*”, promosso dalla Società Niwix Limited (offerta poi vietata con delibera n. 21973 del 28 luglio 2021, perché in violazione dell'art. 94-bis del T.u.f.).

²⁷² Cfr. la recente pronuncia emessa dalla United States District Court for the District of New Hampshire, SEC v. LBRY Inc., Case No. 21-cv-260-PB, in data 7 novembre 2022, in cui un *utility token* è stato classificato quale *security* in ragione delle aspettative di profitto ingenerate dalle comunicazioni promosse fra il pubblico.

Pertanto, potrebbe apparire fondata la possibilità che una gran parte dei *token* di utilità con i caratteri suindicati siano soggetti alla *vis attractiva* della categoria residuale dei prodotti finanziari atipici intesa nei termini suindicati²⁷³.

Tale rischio appare viepiù incombente se i requisiti che connotano la categoria in parola si interpretano estensivamente, alla stregua di quanto già avvenuto nella giurisprudenza di legittimità che, senza neppure distinguere tra strumenti tipici e prodotti finanziari atipici, ha affermato i principi di diritto secondo i quali “*ove la vendita di bitcoin venga reclamizzata come una vera e propria proposta di investimento, si ha un’attività soggetta agli adempimenti di cui agli artt. 91 e seguenti TUF (...), la cui omissione integra la sussistenza del reato di cui all’art. 166 comma 1 lett. c) TUF*”²⁷⁴, sicché “*allo stato, può ritenersi il bitcoin un prodotto finanziario qualora acquistato con finalità d’investimento*”²⁷⁵.

L’orientamento in parola, pur affermando in astratto che andrebbe esaminata la “causa” dell’operazione, non contiene una motivazione rigorosa atta a dimostrare, sulla base di elementi del caso concreto, l’effettiva qualificazione finanziaria dell’*asset* venduto, limitandosi nelle sue premesse a

²⁷³ In seno al Rapporto finale del 2 gennaio 2020 testé citato, la Consob intendeva valutare la possibilità di introdurre una categoria *ad hoc* per quei *token* diversi dagli strumenti e dai prodotti finanziari. Ciò, come sottolineato nel “Documento per la Discussione” dello scorso 19 marzo 2019, al fine di dare certezza agli utenti e “*neutralizzare un eventuale obiettivo elusivo che potrebbe essere sotteso all’attività di ingegnerizzazione di quei token che si differenziano dagli strumenti finanziari ma che, al tempo stesso, potrebbero presentare elementi eventualmente suscettibili di integrare la nozione domestica di prodotto finanziario, inteso quale investimento di natura finanziaria diverso dagli strumenti*”. Ciò induce a ritenere che l’Autorità voglia escludere dall’applicazione della suindicata disciplina i *token* con caratteri diversi dai prodotti finanziari, tuttavia in senso opposto va considerata la più recente audizione sulla vicenda della vendita di diamanti, tramite il canale bancario dello scorso 15 marzo 2022. In giurisprudenza di recente si v. Trib. Modena 10 marzo 2020, con nota di LIACE G., *Vendita di diamanti: responsabilità della banca tra omessa informazione e attività accessoria*, in *Giur. comm.*, 2021, 6, 1347 ss.

²⁷⁴ La disposizione punisce, con la con la reclusione da uno a otto anni e con la multa da euro quattromila a euro diecimila, chiunque, senza essere abilitato a norma delle disposizioni del T.u.f. “*c) offre fuori sede, ovvero promuove o colloca mediante tecniche di comunicazione a distanza, prodotti finanziari o strumenti finanziari o servizi o attività di investimento*”.

²⁷⁵ Cass. pen., Sez. II, 10 novembre 2021, n. 44337, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 2023, 1, II, 1; in tal senso cfr. Cass. pen., Sez. II, 26 ottobre 2022, n. 44378, in *Guida dir.*, 2023, 5, che ha esaminato una fattispecie in cui l’ICO aveva avuto come scopo la creazione di una piattaforma decentralizzata di servizi logistici e, in seno alla quale, si erano attribuiti “LWC Coin” ai partecipanti, ossia *token* per l’utilizzo di servizi della piattaforma stessa: i giudici di legittimità, in questo caso, ravvisando i suindicati caratteri dei prodotti finanziari atipici, hanno affermato che il *token* in parola andava qualificato come “*strumento di investimento perché consiste in un prodotto finanziario, per cui deve essere disciplinata con le norme in tema di intermediazione finanziaria (art. 94 ss. T.U.F.)*”; in tal senso, v. pure Cass. pen., Sez. II, 17 settembre 2020, n. 26807 in *Giur. comm.*, 2022, 4, II, 928, che conferma la qualificazione delle valute virtuali, operata dal Tribunale del riesame, in termini di strumenti di investimento e non come mezzi di pagamento, ritenendo sussistente il *fumus commissi delicti*, a sostegno del sequestro preventivo, in ordine al reato di abusivismo finanziario c.d. sollecitatorio ex art. 166, co. 1, lett. c), TUF, per l’attività di promozione dell’acquisto di *bitcoin* e di successiva vendita svolta senza le necessarie autorizzazioni e in violazione delle disposizioni di cui agli artt. 91 e ss. T.u.f.

far prioritariamente riferimento alla modalità di offerta (ossia la vendita “reclamizzata” come “proposta di investimento”) e alla “finalità d’investimento” (senza, su quest’ultimo punto, precisare se debbano intendersi come riferita all’elemento psicologico dell’investitore o, invece, alla funzione concreta dell’operazione).

In quest’ottica, più di recente, in sede di “Audizione della Consob sulla vicenda della vendita di diamanti tramite il canale bancario” dello scorso 15 marzo 2022 presso la Commissione Parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, è stato dichiarato che appare “evidente che l’acquisto e lo scambio di criptovalute da parte dei piccoli investitori sono determinati essenzialmente dallo scopo di ottenere un profitto collegato all’aspettativa di una rivalutazione di tali attività che però è dovuta a fenomeni di mercato che poco o nulla hanno a che vedere con il loro valore intrinseco. Stante l’assenza, allo stato, di uno specifico quadro regolatorio se non per le finalità antiriciclaggio, potrebbero essere considerate offerte di prodotti finanziari le proposte che vengano reclamizzate con modalità tali da enfatizzare la possibilità che gli aderenti all’iniziativa conseguano ritorni economici collegati alla fluttuazione di valore della cripto-attività nelle piattaforme in cui questa è o sarà eventualmente scambiata”²⁷⁶.

Quest’approccio non pare condivisibile perché tende a ricomprendere indistintamente nell’alveo della categoria più ampia dei prodotti finanziari “atipici” anche quei *token* che attribuiscono ai consumatori l’accesso a beni o servizi di consumo, ma che sono promossi fra il pubblico (in taluni casi, anche inappropriatamente) come “proposte di investimento”, per la possibilità di far ottenere a questi un guadagno a seguito della loro rivendita.

A ben vedere sembra invece la funzione concreta dell’operazione complessiva a dover determinare la qualificazione del *token* offerto e non già la mera modalità dell’offerta o le eventuali motivazioni individuali di guadagno degli utenti che, se certamente possono essere degli indici, non dovrebbero invece assurgere ad elementi discretivi per la fattispecie²⁷⁷.

²⁷⁶ Consob, “Audizione della Consob sulla vicenda della vendita di diamanti tramite il canale bancario”, 15 marzo 2022, in <https://www.consob.it/>.

²⁷⁷ Nello stesso senso cfr. quanto condivisibilmente affermato da M. CIAN, *La criptovaluta – alle radici dell’idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, 319 ss., nt. 36, secondo il quale “Il prodotto finanziario, quale medium economico che ha la funzione di produrre un rendimento, cioè un incremento del capitale erogato per il suo conseguimento, si sostanzia in una posizione giuridica la quale, per sua natura, dato un certo capitale, è destinata, salvo il rischio finanziario insito nell’operazione, a consentire l’attribuzione di un capitale maggiore al suo titolare. Ai fini del riconoscimento della finanziarietà di tale posizione, rilevano la sua natura e funzione oggettive, per meglio dire la funzione cui tipicamente essa è intesa assolvere dalla comunità dei consociati. È questo il motivo per cui beni come gli immobili, le pietre preziose, o le opere d’arte non possono rivestire di per sé considerati tale carattere, giacché la loro funzione sociale tipica non è quella di realizzare un rendimento; per il che la loro offerta non costituisce una offerta al pubblico ai sensi del t.u.f. e le ragioni individuali di chi propende per l’investimento nei medesimi

In quest'ottica, appare preferibile ritenere che l'acquisto di un *token* di utilità che dia accesso a beni o servizi, ancorché mosso dall'intento di ottenere un guadagno per il suo eventuale sovrapprezzo in sede di rivendita, vada posto a raffronto con il bisogno consumeristico dell'aderente: se la funzione che sorregge l'operazione di vendita si fonda sul soddisfacimento di interessi di consumo, allora la *res* digitale offerta dovrebbe esulare dal novero della categoria finanziaria, ancorché la stessa possa attribuire al detentore margini positivi di guadagno a seguito del suo trasferimento; a meno che l'operazione abbia quale suo essenziale fondamento la prospettiva per l'utente di ottenere un rendimento passivo derivante dalla "detenzione" o dal "mantenimento" del *token* medesimo, risultando per questi indifferente la sussistenza e il godimento del bene o del servizio sotteso (spesso questo avviene nelle diffuse pratiche di c.d. "staking" o "farming", in cui il detentore deposita e "vincola" una certa quantità di cripto-attività presso una piattaforma prescelta, al fine di ottenere regolarmente un quantitativo di *assets* ulteriore come rendita passiva o interesse)²⁷⁸.

L'approccio qui adottato sembra trovare conferma in una risalente pronuncia della Consob²⁷⁹ che: **a)** valorizza autonomamente l'elemento del connotato consumeristico (di godimento e disposizione del bene acquisito) rispetto a quello finanziario; **b)** e meglio distingue l'effettiva promessa di rendimento del proponente dall'atteso incremento di valore del capitale impiegato dell'utente.

a) Quello in questione è un requisito esplicitato con chiarezza da un risalente orientamento della Consob (non sempre richiamato e applicato in punto di qualificazione dei *token* offerti²⁸⁰), a dire del quale non rientrano nella nozione di sollecitazione finanziaria "*le operazioni di investimento in attività reali o di consumo cioè le operazioni di acquisto di beni e di prestazioni di servizi che, anche se concluse con l'intento di investire il proprio patrimonio, sono*

non possono in alcun caso conferire all'offerta (che rispetto a queste ragioni rappresenta il prius) un carattere finanziario".

²⁷⁸ Non esiste una definizione normativa o socialmente diffusa che distingue con nettezza le due diverse pratiche che sono però accomunate da quanto sopra precisato. Va però ricordato che il c.d. *farming* (che prende il nome dalla possibilità di raccogliere i frutti) ha avuto maggiore diffusione a partire dal 2019, ossia dall'impiego su larga scala del protocollo *Compound* sulla *blockchain Ethereum*, che consente di ottenere "in prestito" *crypto-assets*, in difetto di un soggetto intermediario.

²⁷⁹ Consob, Comunicazione n. DAL/97006082 del 10 luglio 1997, sia pure emessa con riguardo alla legge n. 216/74 e alla legge n. 1/91.

²⁸⁰ Contrariamente a quanto ritenuto più di recente dall'Autorità di vigilanza (v. "Documento per la Discussione" di Consob del 19 marzo 2019) quella di cui al punto a) non sembra essere una mera specificazione dei primi tre elementi costitutivi della nozione di prodotto finanziario atipico, ossia, i) l'impiego di capitale; ii) una promessa/aspettativa di rendimento di natura finanziaria; iii) l'assunzione di un rischio connesso all'impiego di capitale), essendo invece un profilo del tutto diverso).

essenzialmente dirette a procurare all'investitore il godimento del bene, a trasformare le proprie disponibilità in beni reali idonei a soddisfare in via diretta i bisogni non finanziari del risparmiatore stesso²⁸¹.

Se appare chiaro l'orientamento qui in discorso, risulta meno agevole delineare in concreto in quali casi un *token* di utilità sia essenzialmente diretto a procurare all'utente il godimento del bene/servizio cui lo stesso dà diritto. Secondo chi scrive, a tal fine, potrebbero venire in soccorso dell'interprete, tra gli altri, taluni sotto-indizi già elaborati in via di prassi, come:

i) l'immediato godimento delle utilità (*rectius*: dei beni e dei servizi cui il *token* dà accesso) da parte del consumatore;

ii) l'assenza di prospettati rendimenti strettamente proporzionati al capitale impiegato del consumatore e unicamente collegati ad attività dell'emittente;

iii) l'assenza di obblighi di riacquisto della *res* da parte dell'emittente o di terze parte contrattualmente vincolate al momento dell'acquisto.

Il positivo superamento di questi sotto-requisiti, fra gli altri, potrebbe convincere a ritenere come dominante la funzione di consumo sottesa all'operazione rispetto a quella strettamente finanziaria, con la conseguenza di far apparire – in difetto di un effettivo bisogno di tutela nei termini sopradetti – superfluo l'appiattimento delle offerte al pubblico di tali *token* nel più rigoso regime di tutela degli investitori di cui all'art. 94, T.u.f.

b) Come si diceva, l'orientamento surrichiamato è utile perché consente anche di distinguere due diversi profili che sovente vengono, ai fini qualificatori, trattati indistintamente: la promessa di rendimento del proponente e l'atteso incremento di valore del capitale impiegato dell'utente.

Sul punto, l'Autorità di vigilanza ha chiarito 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*”²⁸².

Ora, per la configurazione del requisito in parola, sembra preferibile ritenere che, all'atto della stipulazione contrattuale, debba sussistere una promessa “*effettiva*” di una rendita passiva (non nel senso che sia sufficiente promuovere, a fini pubblicitari, un possibile guadagno per la rivendita a terzi dell'*asset*, essendo invece necessario l'assunzione di un'obbligazione – sia pure di mezzi e non di risultato – da parte dell'emittente diretto alla sua

²⁸¹ Consob, Comunicazione n. DAL/97006082 del 10 luglio 1997, sia pure emessa con riguardo alla legge n. 216/74 e alla legge n. 1/91. In dottrina sulla causa concreta dell'operazione ai fini della nozione di prodotto finanziario cfr. C. COMPARTI, *La sollecitazione all'investimento, in Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. PATRONI GRIFFI – M. SANDULLI – V. SANTORO, Giappichelli, Torino, 1999, 550 ss.

²⁸² Consob, Comunicazione n. DTC/13038246 del 6 maggio 2013, avente ad oggetto taluni quesiti in punto di vendita di diamanti tramite l'intermediazione di istituti di credito.

realizzazione); inoltre, l'espressione “*predeterminata*” pare più propriamente riferirsi alla natura del rendimento in sé, nel senso che è tale solo ove vi sia la promessa di un *dettagliato* rendimento percentuale rispetto al capitale impiegato.

D'altra parte, non va dimenticato che, perché possa parlarsi di prodotto “*finanziario*” è necessario tanto che le risorse raccolte siano di natura monetaria, quanto che lo siano i relativi rendimenti, non potendo essi consistere, come sottolineato in dottrina²⁸³, in utilità di carattere non monetario, venendo altrimenti meno il requisito della finanziarietà dell'operazione.

Ciò posto, il requisito in parola va distinto, come si diceva, anche rispetto alla prospettiva, dal punto di vista dell'aderente all'offerta, di accrescimento delle proprie disponibilità patrimoniali. In quest'ottica, per configurare un investimento di tipo finanziario con l'acquisto dei *token* di utilità non sembra sufficiente il mero guadagno derivante dalla rivendita del bene, essendo invece necessario, come sottolineato dalla Consob, che “*l'atteso incremento di valore del capitale impiegato (ed il rischio ad esso correlato) sia elemento intrinseco all'operazione stessa*”²⁸⁴: ossia derivi, nel nostro caso, dal mero mantenimento in *staking* o in *farming* dell'*asset* vincolato; al contrario, come anticipato, la facoltà di disposizione del bene e la conseguente possibilità di ottenerne un ricavato per la vendita in un mercato secondario *ad hoc* non pare siano elementi “*intrinseci*”, dando luogo piuttosto a delle forme indirette di godimento della *res*²⁸⁵; ciò anche perché l'utente non assumerebbe un comportamento passivo di “*attesa*”, derivante dal collocamento primario del titolo, dovendo semmai attivamente ingegnarsi per individuare l'acquirente e realizzare un risultato economico positivo²⁸⁶ (di contro, apparirebbe un “*elemento intrinseco*” all'operazione il fatto che, ai fini del rendimento, non sia richiesta alcuna attività all'utente diversa dal semplice impiego di capitale in sede d'acquisto)²⁸⁷.

Alla luce di quanto sopra, sembra evidente che la riconducibilità dei *token* di utilità alla categoria degli investimenti di natura finanziaria dipenda in definitiva dall'analisi esegetica condotta dall'interprete. Onde scongiurare l'indistinta sussunzione di quei *token* di utilità che non siano strumenti

²⁸³ Cfr. E. RIGHINI, *op.cit.*, 1165.

²⁸⁴ Consob, Comunicazione n. DTC/13038246, cit.

²⁸⁵ Al di là della *fictio* del trasferimento del titolo crittografato, ad essere oggetto di disposizione sono infatti i beni e i servizi cui il possesso consumeristico dà diritto.

²⁸⁶ In sostanza, se non costituiscono prodotti finanziari gli acquisti di diamanti tramite il canale bancario, stesso approccio dovrebbe essere adottato per i valori in questione. Sul punto v. G. BEFANI, *Contributo allo studio sulle criptovalute come oggetto di rapporti giuridici*, in <http://ildirittodelleconomia.it>.397.

²⁸⁷ Nè, contrariamente a quanto tradizionalmente ritenuto da Consob, l'emissione in forma crittografata di “*titoli digitali*” che attestano la titolarità del bene o dei servizi e che possono essere commercializzabili su un mercato secondario possa essere un elemento sufficiente a cambiare i termini della questione e, dunque, la causa di consumo sottesa all'operazione, in quanto l'eventuale provento derivante dalla vendita non sembra configurare un rendimento finanziario in senso stretto, ma un risultato economico derivante dalla rivalutazione del bene nel mercato di riferimento.

finanziari nella categoria domestica di “ogni altra forma di investimento di natura finanziaria” ex art. 1, co. 1, lett. u), T.u.f., sembra preferibile che l’interprete valorizzi il suindicato risalente orientamento della Consob ed esamini, in questa prospettiva, la funzione in concreto dell’operazione complessiva.

Ciò anche perché non apparirebbe proficuo – e anzi potrebbe essere pregiudizievole – per il consumatore essere tutelato sulla base di una disciplina che poco si attaglia alle sue esigenze di consumo: com’è stato anticipato, infatti, l’acquirente dei *token* di utilità non sembra aver interesse alla situazione patrimoniale-finanziaria, ai risultati economici e all’andamento dell’attività dell’emittente, essendo invece prioritariamente mosso dall’intento di fruire dei suoi beni o servizi (anche futuri) ed, eventualmente, dalla possibilità di ottenere un ritorno economico associato alla possibilità di rivendita a terzi del valore acquisito. Pertanto, tutelarlo, fra l’altro, sulla base della disciplina del prospetto, che correda l’acquisto dei prodotti con informazioni relative all’emittente e alla sua attività, potrebbe di fatto, distoglierlo, dalla disciplina consumeristica che meglio invece potrebbe garantire l’esigenza dell’aderente alla sussistenza e alla conformità dei beni/servizi acquistati rispetto a quelli pubblicizzati in sede di perfezionamento del contratto.

2.5 L’emissione dei *token* di pagamento e i punti di contatto con gli *utility*

Come anticipato, esula dal presente lavoro l’esame della natura dell’ultima categoria che si inserisce nel novero della classificazione tradizionale sopra indicata, quella delle criptovalute. Senonché, giova sottolineare un ulteriore profilo, desumibile da un raffronto tra questa appena menzionata e quella degli *utility token*, che spinge a ritenere come quest’ultimi non vadano qualificati come prodotti/strumenti finanziari²⁸⁸.

²⁸⁸ Per un’analisi più approfondita di Bitcoin cfr. G. ARANGUENA, *Bitcoin: una sfida per policy makers e regolatori*, in *Quaderni di Diritto Mercato Tecnologia*, 2014, n. 1; E. BORGONOVINO – S. CASELLI – A. CIRILLO – D. MASCIANDRO, *Beyond Bitcoin and Cash: Do We Like a Central Bank Digital Currency? A Financial and Political Economics Approach*, in *BAFFI-CAREFIN Centre Research Paper*, 2017; S. CAPACCIOLI, *Criptovalute e Bitcoin. Un’analisi giuridica*, Giuffrè, Milano, 2015; D. CAPOTI – E. COLACCHI – M. MAGGIONI, *Bitcoin Revolution. La moneta digitale alla conquista del mondo*, Milano, Ulrico Hoepli Editore, 2015; G. GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del ‘Bitcoin’: miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema*, in *Dir. inf.*, 2015, 419; J. GORDON – J.L. CHAMPAN – B. AKINS, *The case for the Regulation of Bitcoin Mining as a Security*, in *Virginia J. L. & Techn*, 19, 2015, 697; A. LIVI, *Le criptovalute nella giurisprudenza*, in *I diversi settori del Fintech Problemi e prospettive*, a cura di E. CORAPI – R. LENER, Cedam, 2019, 112; G. LEMME – S. PELUSO, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale. Il caso Bitcoin*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2016, 11; R. RAZZANTE, *Criptovalute e conferimenti aziendali – verso un nuovo diritto dei contratti*, in *Giur. It.*, 2019, 1, 118; R. SCALCIONE, *Perché i bitcoin preoccupano i «regulators»*, in *AGE.*, 2015, 139; N.M. KAPLANOV, *Nerdy money: bitcoin, the private digital currency*, in *lawcommons.luc.edu*; N. VARDI, *Bit by Bit: Assessing the Legal*

Prima di metterlo in evidenza, appare utile porre un breve cenno ai molti profili controversi sollevati dal variegato arcipelago delle criptovalute.

Come anticipato, si ritiene che appartengono a tale categoria quelle cripto-attività che non conferiscono al detentore diritti ma che si prestano ad essere impiegate come consensuale mezzo di scambio²⁸⁹ di beni o servizi²⁹⁰. Al momento, benché sia discussa la loro natura finanziaria o monetaria²⁹¹, da più

Nature of Virtual Currencies, in Bitcoin and Mobile Payments, a cura di G. GIMIGLIANO – P. MACMILAN, 2016, 67; ID., “Criptovalute” e dintorni: alcune considerazioni sulla natura giuridica dei bitcoin, in *Dir. inf.*, 2015, 443; R. VIGORITA– F. ILACQUA, “Profili giuridici del Bitcoin: la moneta diventa digitale”, in <https://iurisprudentes.it>; S. SHCHERBAK, *How Should Bitcoin Be Regulated*, in *7 Eur J. Legal Stud.* 41, 2014.

²⁸⁹ Sul tema delle criptovalute come strumento di pagamento cfr. M. AMATO – L. FANTACCI, *Per un pugno di bitcoin*, II ed., *Rischi e opportunità delle monete virtuali*, II ed., Università Bocconi editore, Milano, 2018, 93; M. BELLINO, *Conferimenti in criptovalute: condizioni e limiti*, in *NGCC*, 2019, 54; G. BOSI, *Considerazioni giuridiche sulla natura della moneta*, in *Giur. comm.*, 2019, 6, 1061; F. BOZZA, *Criptovaluta e moneta: tutte le differenze*, in www.fchub.it; M.F. CAMPAGNA, *Criptomonete e obbligazioni pecuniarie*, in *Riv. dir. civ.* 2019, I, 202; ID., *Limiti all'utilizzabilità delle criptovalute in sede di aumento di capitale. Commento a Tribunale di Brescia*, 25 luglio 2018, n. 7556, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 3; S. CAPACCIOLI, *Bitcoin e Criptovalute*, in G. CASSANO – N. TILLI – G. VACIAGO, *Tutela e risarcimento nel diritto dei mercati e degli intermediari*, Giuffrè, Milano, 2018, 473; E. GIRINO, *Criptovalute: un problema di legalità funzionale*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 733; G.L. GRECO, *Monete complementari e valute virtuali*, in *Fintech, Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di M.T. PARACAMPO, Giappichelli, Torino, 2017; ID., *Valute virtuali e valute complementari, tra sviluppo tecnologico e incertezze regolamentari*, in *Rivista di Diritto bancario*, 2019, I, 61; S. GREEN, *Cryptocurrencies: The underlying Technology*, *Cryptocurrencies*, in *Public and Private law*, a cura di S. GREEN – D. FOX, Oxford, 2019, 29; M. SEMERARO, *Moneta legale, moneta virtuale e rilevanza dei conflitti*, in *Riv. dir. bancario*, 2019, 237.

²⁹⁰ Numerosi sono stati gli interventi delle Autorità di vigilanza europee che si sono avvicendati nel tentativo di far fronte alle lacune regolamentari presenti in materia. Valga, a titolo esemplificativo, ricordare i *reports* della BCE (i “*Virtual currency schemes*”) del 2012 e del 2015, che sottolineano la differenza tra criptovalute e monete elettroniche, nonché l’*Occasional Paper Series* No. 223/2019 “*Crypto-Assets: Implications for financial stability, monetary policy, and payments and market infrastructures*” dello scorso Maggio 2019. Si vedano anche l’“*Opinion of the European Banking Authority on the EU Commission’s proposal to bring Virtual Currencies into the scope of Directive (EU) 2015/849 (4AMLD)*” di EBA dello scorso 11 agosto 2016 e, più di recente, il “*Report with advice for the European Commission*” della stessa Autorità del 9 gennaio 2019. Molti sono anche gli *alerts* e le comunicazioni emesse dalle Autorità nazionali ed europee volte a sottolineare i rischi in materia, come la scarsa disponibilità di informazioni in merito alle modalità di determinazione dei prezzi; la volatilità delle quotazioni; l’assenza di tutele legali e contrattuali, di obblighi informativi da parte degli emittenti e di specifiche forme di supervisione su tali operatori, nonché di regole a salvaguardia delle somme impiegate. Tra i più recenti si v. il *Comunicato Stampa, Consob e Banca d’Italia mettono in guardia contro i rischi insiti nelle cripto-attività*, del 28 aprile 2021; nonché l’*Avvertenza per i consumatori sui rischi delle valute virtuali da parte delle Autorità europee* del 19 marzo 2018 e, ancor prima, l’*Avvertenza sull’utilizzo delle cosiddette valute virtuali* del 30 maggio 2015 da parte di Banca d’Italia; anche più di recente, in ambito europeo, cfr. le iniziative delle tre Autorità europee di supervisione, ESMA, EBA, EIOPA “*Crypto-assets: Esas remind consumer about risks*” del 17 marzo 2021, e l’*alert* delle stesse “*ESMA, EBA and EIOPA warn consumers on the risks of Virtual currencies*” del 12 febbraio 2018.

²⁹¹ Sul punto, a dimostrazione della complessità della questione, è sufficiente qui richiamare il “*Framework for ‘Investment Contract*””, pubblicato il 3 aprile 2019 dalla SEC statunitense, a dire della quale, per determinare la reale natura di una criptovaluta, dovrebbe

parti si afferma che esse svolgano la funzione di strumento di pagamento solo se espressamente accettate dalle parti, cosicché, la relativa obbligazione non pare rientrare nel novero delle obbligazioni pecuniarie di cui all'art. 1277 c.c.²⁹²; né, d'altra parte, il creditore può essere obbligato ad accettarle in funzione solutoria²⁹³, non contravvenendo così al disposto di cui all'art. 693 c.p. che sanziona chi rifiuta di ricevere monete aventi corso legale nello Stato²⁹⁴.

Si dubita infatti che le criptovalute possano soddisfare le funzioni tipicamente riconosciute alla moneta²⁹⁵, segnatamente tanto quella di unità di conto²⁹⁶, non essendo in grado di esprimere un valore intrinseco certo rispetto al bene con cui si pongono in relazione di cambio²⁹⁷, quanto quella di riserva di

esaminarsi la sua funzione attuale, ossia la sua accettazione sociale come strumento di pagamento al momento del lancio dell'ICO, nonché dell'eventuale ruolo, indicato nel *white paper*, dell'emittente circa lo sviluppo futuro del progetto; in tal caso, ove l'emittente dovesse assumere un impegno nella gestione futura del sistema (per esempio, mediante la validazione delle transazioni o la regolazione degli *assets* disponibili), ciò basterebbe a far esprimere una causa finanziaria all'operazione. Per una critica a tale approccio, cfr. C. SANDEI, *L'offerta iniziale di crypto-attività*, cit. 74-79.

²⁹² In tema si rinvia ai noti studi di T. ASCARELLI, *Obbligazioni pecuniarie*, in *Comm. Scialoja-Branca, sub artt. 1277-1284*, Bologna-Roma, 1971, 366 ss.; A. DI MAJO, voce *Obbligazioni pecuniarie*, in *Enc. dir.*, XXIX, Milano, 1979, 279 ss.; E. QUADRI, *Le obbligazioni pecuniarie*, in *Tratt. Rescigno*, IX, II ed., Torino, 1999, 524 ss.

²⁹³ Sulla funzione solutoria della moneta T. ASCARELLI, *Studi giuridici sulla moneta*, Milano, Giuffrè, 1952, 37 ss.; F. CARBONETTI, *Moneta*, in *Quaderni di ricerca giuridica*, 1985, II, 9; B. INZITARI, *La moneta*, in *Tratt. di dir. comm. e di dir. pubbl. dell'ec.*, a cura di GALGANO G., VI, Cedam, Padova, 1993; G. OPPO, *Lira e euro nel "periodo transitorio"*, in *Le Società*, 3, 1999; RUGGIERO E., voce *Moneta, cambio, valuta*, in *Dig. disc. pubbl.*, X, Torino, ris. 2008, 6; e, ancor prima, v. J. M. KEYNES, *Trattato della moneta*, trad. di E. RADAELI, Milano-Roma, 1932.

²⁹⁴ In quest'ottica, una parte della dottrina riconduce il pagamento, con un simile strumento, all'istituto della *datio in solutum* e alla relativa disciplina di cui all'art. 1197 c.c. Cfr. G. BEFANI, *Contributo allo studio sulle criptovalute come oggetto di rapporti giuridici*, cit., 397, a dire del quale "La relativa obbligazione, dunque, avendo per oggetto una prestazione diversa da quella monetaria, rientrerebbe nel novero dei debiti di valore da quantificare, ancora una volta, mediante *aestimatio rei*".

²⁹⁵ È noto che l'ordinamento giuridico non definisce la moneta, rimettendosi implicitamente alla realtà economica, tanto per la sua definizione, che per la determinazione di quei beni che concretamente operano alla stregua di moneta in un preciso periodo storico. Come noto, diverse sono le linee di pensiero che si sono storicamente sviluppate intorno alla nozione di moneta. Se nel primo novecento in Italia ha avuto ampia diffusione la c.d. dottrina metallista, che traeva dalla funzione di scambio e di unità di misura la conclusione che il denaro debba avere un valore intrinseco, in seguito si sono diffuse visioni stataliste della moneta, nel senso che la stessa è un segno di creazione dello Stato che può anche non avere un valore intrinseco. A queste interpretazioni si sono in seguito contrapposte tesi funzionaliste, che intendono per moneta qualsiasi strumento che a livello sociale svolge il ruolo ad essa tradizionalmente riconosciuto. Per una sintesi delle tesi sulla moneta G. SCADUTO, *I debiti pecuniari e il deprezzamento pecuniario*, Milano, Giuffrè 1924, 7 ss.

²⁹⁶ Cfr. pure B. INZITARI, *La moneta*, cit., 5, che scrive "il danaro si manifesta in distinte funzioni economiche, il cui significato è anche notevolmente differenziato. Queste funzioni sono, in sostanza, quella di strumento di scambio, di misura dei valori e di riserva di liquidità. Così definite da un punto di vista economico, esse sono state, in sostanza, accolte anche dalla scienza giuridica traducendole in altre espressioni quali: mezzo di pagamento, unità di misura dei valori, strumenti di capitalizzazione dei valori patrimoniali".

²⁹⁷ Sul punto cfr. quanto autorevolmente precisato da T. ASCARELLI, *Studi giuridici sulla moneta*, cit., 38, secondo il quale "Economicamente si parla di moneta anche con

liquidità, in ragione dell'estrema volatilità²⁹⁸ che ne compromette la loro capacità di mantenere un potere d'acquisto nel tempo²⁹⁹. Anche tra coloro che pacificamente ne condividono l'impiego quale strumento di pagamento, tuttora, sussistono divergenze interpretative. Se una parte della giurisprudenza nazionale³⁰⁰ e eurounitaria³⁰¹ ne sottolinea la funzione di mezzo di scambio nella contrattazione in un dato mercato, potendo essere impiegata come contropartita di scambio rispetto a beni o servizi ivi negoziati³⁰²; invece altra parte della dottrina più dettagliatamente ritiene si tratti di moneta complementare, il cui utilizzo trova fondamento sulla sola base consensuale dei relativi utilizzatori³⁰³; orientamenti che non si pongono pienamente in linea con l'opinione di coloro che ne escludono anche la funzione di mezzo di scambio, per la loro scarsa diffusione³⁰⁴, e con talune pronunce di merito che invece le qualificano alla

riferimento a quel bene al quale si suole far capo per esprimere il valore degli altri, e questa funzione di misuratore dei valori acquista, come è naturale, una particolare rilevanza quando serve a comparare i valori di uno stesso bene o di diversi beni in distinti periodi di tempo”.

²⁹⁸ Sull'instabilità del loro valore M. AMATO – L. FANTACCI, *Per un pugno di bitcoin, Rischi e opportunità delle monete virtuali*, II ed., Università Bocconi editore, Milano, 2018, 93.

²⁹⁹ In tema v. R. BOCCHINI, *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Dir. inf.*, 2017, 33; M.F. CAMPAGNA, *op.cit.*, 188 ss.; A. CALONI, *Bitcoin: profili civilistici e tutela dell'investitore*, *Riv. dir. civ.*, 1, 2019; S. FAMILIARI, *Inquadramento normativo*, in *Bitcoin e Criptovalute*, a cura di R. RAZZANTE, Maggioli Editore, Santarcangelo di Romagna (RN), 2018, 19 ss.; G. LEMME – S. PELUSO, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale. Il caso Bitcoin*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2016, 11; V. ORSINI, *Della natura giuridica delle criptovalute*, in *Diritto del mercato assicurativo e finanziario*, 2021, 1, 15; D. YERMACK, *Is Bitcoin a real currency? An Economic Appraisal*, in *NBER Working Paper Series*, n. 19747, disponibile su nber.org/papers/w19747.pdf, 9-11; M. RUBINO DE RITIS, *Bitcoin: una moneta senza frontiere e senza padrone? Il recente intervento del legislatore italiano*, in <https://giustiziacivile.com/>, 20 marzo 2018, 3, ss.; ID., *Obbligazioni pecuniarie in criptomoneta*, in <https://www.giustiziacivile.com>, 11 luglio 2018; ID., *Virtuale, La quarta generazione di moneta*, in *Rivista del Notariato*, 2018, 6, 1314; M.C.W. WALKER – K. LUU, *Blockchain and Nature of Money*, in <https://ssrn.com>.

³⁰⁰ App. Brescia 24 ottobre 2018, in *Giur. comm.*, 2020, 4, II, 883, consultabile pure in <https://www.federnotizie.it/>.

³⁰¹ Corte giust., 22 ottobre 2015, c. 264/14, *Skatterverket c. David Hedqvist*, in OJ C 414, che ha esaminato il tema del trattamento ai fini I.V.A. del servizio di cambio di valuta tradizionale contro unità di valuta virtuale (bitcoin) e viceversa. Nel ritenere l'essenzione ai fini dell'imposta sul valore aggiunto, ha stabilito il principio di diritto secondo il quale “L'articolo 2, paragrafo 1, lettera c), della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto va interpretato nel senso che costituiscono prestazioni di servizi effettuate a titolo oneroso, ai sensi di tale disposizione, operazioni, come quelle oggetto del procedimento principale, che consistono nel cambio di valuta tradizionale contro unità della valuta virtuale «bitcoin» e viceversa, effettuate a fronte del pagamento di una somma corrispondente al margine costituito dalla differenza tra, da una parte, il prezzo al quale l'operatore interessato acquista le valute e, dall'altra, il prezzo al quale le vende ai suoi clienti”; in tal modo, affermando implicitamente l'assunzione della funzione di scambio da parte di bitcoin e delle criptovalute assimilabili.

³⁰² Per un ampio studio sul tema cfr. M. CIAN, *La criptovaluta – alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, cit., 315 ss.

³⁰³ N. VARDI, “Criptovalute” e dintorni: alcune considerazioni sulla natura giuridica dei bitcoin, in *Dir. inf.*, 2015, 443.

³⁰⁴ Cfr. G. GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del 'Bitcoin': miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema*, 419 ss.; N.

stregua di beni (immateriali) fungibili *ex art. 810 c.c.*³⁰⁵, suscettibili di essere oggetto di acquisto, scambio e deposito³⁰⁶.

Molte altre inoltre sono le questioni non compiutamente definite. Non appare ampiamente approfondito in dottrina se le criptovalute debbano essere ricondotte alla moneta elettronica³⁰⁷, con le relative conseguenze in punto di vigilanza e disciplina prudenziale³⁰⁸, e se, in tal caso, gli emittenti siano tenuti a rimborsare, in qualsiasi momento e al valore nominale³⁰⁹, il valore monetario della “cripto-moneta” detenuta dall’utente a norma dell’art. 11, co. 2, della

MANCINI, *Valute virtuali e Bitcoin*, in *AGE*, 2015, I, 117. Per altre argomentazioni in tema cfr. E. GIRINO, *Criptovalute: un problema di legalità funzionale*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 733; DE V. STASIO, *Verso un concetto europeo di moneta legale: valute virtuali, monete complementari e regole di adempimento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, 6, 747; F. DI VIZIO, *Lo statuto giuridico delle valute virtuali: le discipline e i controlli, Tra oro digitale ed ircocervo indomito*, 2018, in <https://fondazionepesenti.it>; S. KUMAR, *Has Bitcoin Achieved the Characteristics of Money?*, in *Aa. Vv., Advanced Methodologies and Technologies in Digital Marketing and Entrepreneurship*, Hershey, 2019, 246-255; D.S. EVANS, *Bitcoin Payments: Igniting Or Not?*, 2014, in <https://globaleconomicsgroup/2014/02/>;

³⁰⁵ Per le distinte tesi dottrinali nell’interpretazione dell’art. 810 c.c. e sul significato giuridico di “cosa”, valga per tutti il rinvio a A. GAMBARO, *La proprietà*, in *Tratt. dir. priv.* a cura di G. IUDICA – P. ZATTI, II ed., Giuffrè, Milano, 2017, 53, ss.

³⁰⁶ Cfr. Trib. Firenze, 19 dicembre 2018, con nota di D. FAUCEGLIA, *Il deposito e la restituzione delle criptovalute* in *Contratti*, 2019, 6, 661 ss.; nello stesso senso v. T.A.R. Lazio 27 gennaio 2020, con nota critica di N. DE LUCA – M. PASSARETTA, *Le valute virtuali: tra nuovi strumenti di pagamento e forme alternative d’investimento*, in *Le Società*, 2020, 5, 567 ss.

³⁰⁷ Sembrano più le differenze a rimarcare i due fenomeni, giacché le criptovalute non sempre sono “acquistate” dietro versamento di somme di denaro, potendo anche essere emesse a seguito dei processi computazionali di *mining*; inoltre, è evidente che i meccanismi di decentralizzazione propri della *blockchain* ostacolano il regime autorizzatorio previsto per gli Istituti di Moneta Elettronica (IMEL); né, del resto, appare pienamente sovrapponibile all’arcipelago delle criptovalute la definizione di moneta elettronica di cui all’art. 2, co. 2, Direttiva 110/2009/CE, quale “*valore monetario memorizzato elettronicamente, ivi inclusa la memorizzazione magnetica, rappresentato da un credito nei confronti dell’emittente che sia emesso dietro ricevimento di fondi per effettuare operazioni di pagamento ai sensi dell’articolo 4, punto 5), della direttiva 2007/64/CE e che sia accettato da persone fisiche o giuridiche diverse dall’emittente di moneta elettronica*”.

³⁰⁸ Per più ampi studi sulla moneta elettronica cfr. B. INZITARI, *La natura giuridica della moneta elettronica*, in *La moneta elettronica: profili giuridici e problematiche applicative*, a cura di S. SICA – P. STANZIONE – V. ZENO ZENCOVICH, Giuffrè, Milano, 2006, 24 ss.; G. FINOCCHIARO, *Prime riflessioni sulla moneta elettronica*, in *Contr. e impr.*, 2001, 3, 1345 e ss.; G. GUERRIERI, *La moneta elettronica. Profili giuridici dei nuovi sistemi di pagamento*, Il Mulino, Bologna, 2015; ID., *I rischi connessi alla circolazione della moneta elettronica*, in *NLCC*, 2014, 4, 1043 e ss.; G. LEMME, *Moneta scritturale e moneta elettronica*, Giappichelli, Torino, 2003.

³⁰⁹ Sul punto per una soluzione negativa v. G.L. GRECO, *Valute virtuali e valute complementari, tra sviluppo tecnologico e incertezze regolamentari*, in *Rivista di Diritto bancario*, 2019, I, 61, secondo il quale “*Le valute virtuali, quali i bitcoin, non sono rimborsabili alla stessa stregua*” della moneta elettronica, “*perché non sono mere rappresentazioni digitali alternative di valuta legale, pur potendo essere scambiate facendo riferimento ad una o più valute legali*”; G. DONADIO, il quale sottolinea che “*la mancanza di collegamento rispetto a una valuta avente corso legale rende la moneta virtuale assai diversa dalla ben più familiare moneta elettronica*”; N. VARDI, “*Criptovalute*” e dintorni: *alcune considerazioni sulla natura giuridica dei bitcoin*, cit., 443 ss.

Direttiva 110/2009/CE³¹⁰ (recepita in Italia con il D.lgs. 45/2012), benché la presenza, in entrambi i casi, di un supporto che contiene una rappresentazione digitale di valore che circola elettronicamente possa indurre a facili accostamenti³¹¹. Né appare pienamente chiaro il quadro con riguardo all'applicabilità agli operatori del settore della Direttiva UE 2015/2366 del 25 novembre 2015 (c.d. PSD2) – recepita in Italia con il D.lgs. 218/2017, in materia di servizi di pagamento.

Del pari, non ancora ampiamente esplorato è il terreno in relazione a quei particolari *assets* (gli *stablecoin*), con i quali si cerca di risolvere il problema della volatilità delle criptovalute, garantendo il loro valore su collaterali stabili come le monete aventi corso legale o altri beni. Tuttora, infatti, essi rappresentano un coacervo indistinto di difficile considerazione unitaria, che attirano l'attenzione delle istituzioni europee per le ripercussioni che potrebbero avere sulla stabilità finanziaria dell'Unione se adottate su vasta scala³¹²: ad evidenza della loro eterogeneità e delle future sfide esegetiche dell'operatore giuridico, si pensi alla distinzione tra la classe di *crypto-assets* il cui valore è garantito su monete aventi corso legale (c.d. *fiat-collateralized*³¹³), quella invece basata su metalli preziosi, beni o financo su altre cripto-attività (c.d. *crypto-collateralized*), e ancora quella che opera tramite appositi algoritmi che ne regola la quantità offerta³¹⁴ (*stablecoin* algoritmici³¹⁵).

³¹⁰ Appare più delineato il regime fiscale delle valute virtuali. Sul punto v. T.A.R. Lazio 27 gennaio 2020, cit., che ha confermato l'impostazione adottata dall'amministrazione finanziaria, secondo cui le stesse sono equiparabili ad attività estere di natura finanziaria (ex risoluzione n. 72/E del 2 settembre 2016, confermata nell'interpello n. 956-39/2018) ai sensi dell'art. 67, comma 1, lett. c) ter, T.U.I.R.). In virtù di tale interpretazione sono sottoposte a tassazione le plusvalenze derivanti da trasferimenti a titolo oneroso delle valute (estere e virtuali), di cui sia acquisita o mantenuta la disponibilità ai fini d'investimento. Dette plusvalenze (o eventuali minusvalenze) devono essere dichiarate con riferimento al periodo d'imposta e vanno indicate nel modello di compilazione RW.

³¹¹ In tema v. V. ORSINI, *op.cit.*, 15 ss.

³¹² Sul punto v., fra l'altro, la *Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività* dello scorso giugno 2022, che con riguardo alle cripto-attività *unbacked*, ossia prive di un meccanismo di stabilizzazione che ne ancori il valore ad un'attività di riferimento, suggerisce la non incentivazione al loro utilizzo. Sul punto, con riguardo ai *token* qui oggetto d'interesse, giova qui rimarcare che, benché non siano normalmente collegati ad un meccanismo che ne stabilizzi il valore, non pare siano sganciate da un'attività imprenditoriale dell'economia reale, né che i loro possessori siano privi di ogni diritto.

³¹³ Tra esse, molto diffuse sono Tether USD, USD Coin o Binance USD.

³¹⁴ Per uno studio più ampio sulle distinte categorie di *stablecoin* cfr. FURNARI S.L. – LENER R.A., cit., 63 ss.

³¹⁵ In particolare, si tratta di *stablecoin* che mirano a mantenere un valore stabile attraverso protocolli che prevedono la riduzione o l'aumento dell'offerta di tali cripto-attività in relazione a variazioni della domanda, e che non dovrebbero essere considerati *token* collegati ad attività, a condizione che non mirino a stabilizzare il proprio valore ancorandosi a una o più altre attività. Ne è un esempio la *stablecoin* “AMPL” del protocollo Ampleforth, il cui prezzo è di regola mantenuto pari ad \$1 in virtù dei cosiddetti “*rebases*”, gli aggiustamenti quotidiani che modificano il suo saldo nei *wallet* che la detengono.

Né, da un punto di vista societario, è pacifico in giurisprudenza³¹⁶, se le criptovalute in generale soddisfino il requisito richiesto dall'art. 2464, co. 2, c.c. in virtù del quale “*possono essere conferiti tutti gli elementi dell'attivo suscettibili di valutazione economica*”, per la difficoltà, fra l'altro, di essere oggetto di valutazione economica in un dato momento storico e di essere beni aggredibili da parte dei creditori sociali³¹⁷.

Al di là di tali questioni ancora aperte che connotano l'arcipelago delle criptovalute, ciò che qui preme evidenziare è che ad allontanarle dalla categoria degli strumenti finanziari è la caratteristica, riconosciuta dalla giurisprudenza e dalla dottrina prevalenti³¹⁸, di essere impiegate come strumento di pagamento volontariamente accettato dalle parti, dato che, a norma dell'art. 1, co. 2, T.u.f. “*gli strumenti di pagamento non sono strumenti finanziari*”.

Tale profilo, sia pure con caratteri diversi, pare essere presente anche nella categoria degli *utility*, atteso che gli stessi vengono impiegati come mezzo di scambio per l'accesso ai beni o servizi unilateralmente predisposti dall'emittente: in particolare, se di regola le criptovalute si candidano ad essere

³¹⁶ Si v. Trib. Brescia, 18 luglio 2018, n. 7556, in *Giur. comm.*, 2020, II, 883, che, benché non si sia pronunciato circa l'idoneità della categoria di beni rappresentata dalla criptovalute a costituire elemento di attivo idoneo al conferimento nel capitale di una s.r.l., afferma come il bene concretamente conferito nel caso di specie, stante la sua volatilità, non consentiva “*una valutazione concreta del "quantum" destinato alla liberazione dell'aumento del capitale sottoscritto*”. Nel caso di specie, il Tribunale ha ritenuto che la criptovaluta oggetto di conferimento (*OneCoin*) non presentava “*i requisiti minimi per poter essere assimilata a un bene suscettibile in concreto di una valutazione economica attendibile*”. Cfr. pure App. Brescia, 24 ottobre 2018 cit., che a differenza del giudice di primo grado, non condivide la tesi dell'astratta conferibilità delle monete virtuali. I giudici di appello assimilano la criptovaluta sul piano funzionale al denaro, ancorché strutturalmente presenta caratteristiche proprie dei beni mobili: la stessa, scrivono i giudici, è da considerarsi come moneta, ossia “*mezzo di scambio nella contrattazione in un dato mercato*”; dal qui, l'effettivo valore economico della stessa non può determinarsi con la procedura di cui agli artt. 2264 e 2265 c.c., riservata a beni, servizi, utilità diversi dal denaro, non essendo possibile attribuire valore di cambio ad un'entità che essa stessa costituisce elemento di cambio nella negoziazione e non essendo reperibili sistemi di cambio ufficiali e verificabili per le monete virtuali.

³¹⁷ Per un ampio approfondimento sul conferimento di criptovalute cfr. M. BELLINO, *Conferimenti in criptovalute: condizioni e limiti*, in *NGCC*, 2019, 54; L. CACOPARDI, *Il conferimento di criptovalute nelle società di capitali: considerazioni su un quadro in evoluzione*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2022, 1, 49 ss.; F. MURINO, *Il conferimento di token e di criptovalute nelle s.r.l.*, in *Le Società (o Diritti dei mercati finanziari?)*, 2019, 35; M. NATALE, *Dal "cripto-conferimento" al "cripto-capitale"*, nota a in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, 6, 741; R. RAZZANTE, *Criptovalute e conferimenti aziendali - verso un nuovo diritto dei contratti*, in *Giur. It.*, 2019, 1, 118; M. RUBINO DE RITIS, *Conferimenti di criptomonete in società a responsabilità limitata*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di M. IRRERA, Torino, Giappichelli, 2020, 314 ss.; F. URBANI, *Il conferimento di cripto-attività al vaglio della giurisprudenza di merito*, in *Giur. comm.*, 2020, 4, 887.

³¹⁸ Cfr., tra i tanti, M. CIAN, *La criptovaluta – alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, *op.cit.*, 319 ss.; G. BEFANI, *op.cit.*, 415, ss.; M.F. CAMPAGNA, *op.cit.*, 188 ss.; G. LEMME – S. PELUSO, *op.cit.*, 11; G.L. GRECO, *Monete complementari e valute virtuali*, cit., 217 ss. In giurisprudenza, a livello eurounitario, v. Corte giustizia UE, 8 ottobre 2020, n. 641/19, cit.; mentre, a livello nazionale, cfr. App. Brescia 24 ottobre 2018, cit.

impiegate come un mezzo di pagamento indistintamente speso nei rapporti giuridici tra parti che volontariamente lo accettano, invece i *token* di utilità sono esclusivamente accettati nell'ecosistema ristretto in cui sono stati generati.

In questa prospettiva, quest'ultimi non dovrebbero essere considerati come strumenti finanziari, in quanto muniti di una "parziale funzione di scambio", sia pure ristretta ad una cerchia di mercato. Ciò sembra trovare conferma nelle ragioni dell'esclusione dei mezzi di pagamento dalla platea degli strumenti finanziari che, come evidenziato in dottrina, possono farsi risalire "*alla circostanza per cui i mezzi di pagamento appartengono alla sfera del consumo e non dell'impiego del risparmio effettuato in vista dell'ottenimento di un reddito*". In quest'ottica, è stato ritenuto che se il pagamento è "*semplicemente l'atto mediante il quale il compratore si libera dell'obbligazione derivante dall'acquisto di un bene o di un servizio mediante il trasferimento della moneta al creditore*"³¹⁹, allora difetta l'elemento dell'investimento³²⁰. Dal che, dunque, anche per i *token* di utilità sembra doversi escludere l'appiattimento nella nozione di prodotto finanziario.

Questa considerazione non deve però spingere a ritenere inutile o confusionaria, come invece creduto da una parte della dottrina³²¹, la distinzione tra criptovalute e *token* di utilità, in quanto rimangono due fattispecie diverse e non sovrapponibili: oltre al loro diverso processo di creazione, gli *utility* non sembrano infatti assumere una funzione di pagamento in senso stretto, potendo esclusivamente essere impiegati nei confronti dell'emittente o di soggetti contrattualmente ad esso vincolati, diversamente delle criptovalute che – lo si ribadisce – possono essere indistintamente utilizzate nei rapporti coi terzi che volontariamente le accettano.

³¹⁹ Così S. PATRIARCA, *op.cit.*, 115.

³²⁰ Cfr. G. BRANCADORO, *Strumenti finanziari e mercato mobiliare*, Giuffrè, Milano, 2005, 40 ss.; E. RIGHINI, *op.cit.*, 1165, la quale precisa che va esclusa "*la possibilità di ricomprendere all'interno della categoria*" dei prodotti finanziari "*tutti gli esborsi monetari a titolo di pagamento di obbligazioni legate ad operazioni commerciali (...). Analogamente sono esclusi gli esborsi finalizzati all'acquisto di beni o servizi a scopo di consumo o di godimento (anche se, eventualmente, fruttiferi, quando il relativo incremento patrimoniale sia proveniente dal bene in se stesso)*"; v. anche PATRIARCA S., *op.cit.*, 115.

Nel solco così tracciato, la dottrina prevalente ha escluso dalla qualificazione dei prodotti finanziari quei valori – come la cambiale, l'assegno, gli strumenti di credito documentario – che costituiscono semplici mezzi di pagamento o di credito connessi a rapporti relativi a beni o servizi, inquadrandoli piuttosto nell'alveo di semplici transazioni commerciali.

³²¹ D. BOREIKO – G. FERRARINI – P. GIUDICI, *op.cit.*, 673 ss., i quali evidenziano "*The categorization of tokens just mentioned becomes blurred when we consider that, after all, utility tokens are the means of payment for services or products that the team wants to create (...). From this angle, the conceptual difference between a currency token and a utility token is just the dimension of the crypto-environment in which the token is spent. Bitcoin can be used as a means of exchange in any crypto-environment, whereas a utility token can be used in the more limited space created by the team, but it can be exchanged on a stock exchange for bitcoins or others currencies*".

2.6 L'emissione di *token* di utilità in chiave consumeristica

Stante l'esito negativo del tentativo ricostruttivo in chiave finanziaria, occorre ora dar luogo al secondo passaggio interpretativo, volto a fornire una qualificazione dei *token* qui oggetto di esame alla luce delle categorie consumeristiche.

Nel percorso esegetico verso questa nuova prospettiva non sembra doversi perdere di vista la questione dei rimedi posti a tutela del consumatore. Ciò ancor più se si considera che la proposta MiCA appare carente sul versante rimediale, limitandosi a prescrivere in capo all'emittente di *utility* l'obbligo di notifica all'Autorità competente e pubblicazione sul proprio sito web del relativo *white paper* (art. 4, par. 1, lett. b), c), d)), nonché l'obbligo di garantire loro un diritto di recesso *ad nutum* entro quattordici giorni dal perfezionamento del relativo acquisto (art. 12).

Come sarà meglio specificato nel capitolo successivo, il sistema di tutele approntato da MiCA appare infatti parziale e non compiuto, in quanto concentrato principalmente su tali obblighi informativi – da tempo vivacemente contestati per la loro discussa utilità – e sul diffuso diritto di ripensamento entro un termine ristretto. Nulla, invece, è previsto nel caso in cui il bene/servizio cui il *token* dia accesso non venga ad esistenza/non sia erogato; né è precisato se e quali siano i rimedi in forma specifica in caso di beni/servizi non conformi rispetto alle ordinarie aspettative di consumo: manca, dunque, un sistema di regole che garantisca al consumatore “*l'utilità finale della conformità del bene al contratto*”³²².

Appare utile individuare, dunque, una qualificazione che bene si attagli, da un punto di vista fenomenologico, alle caratteristiche degli *assets* digitali e che, al contempo, garantisca – in aggiunta alla futura operatività degli strumenti di tutela della MiCA – dei rimedi in quei casi cui quest'ultima nulla prevede (come nel caso di difetto di conformità o, financo, di non venuta ad esistenza del bene/servizio cui il *token* dà accesso): si consideri che nella mappatura dei rischi che spesso si ritrova nei *white paper* delle *ICOs* aventi ad oggetto tali *utility tokens* si evidenzia spesso il c.d. *Counterparty or Performance Risks*, ossia l'incapacità della piattaforma emittente di adempiere, consegnando il bene o servizio nel rispetto dei tempi e dei modi stabiliti in sede di collocamento dei *crypto-assets* stessi³²³.

³²² S. MAZZAMUTO – A. PLAIA, *I rimedi nel diritto privato europeo*, cit., 72.

³²³ Cfr. P. CARRIÈRE, *Il fenomeno delle cripto-attività (crypto-assets) in una prospettiva societaria*, op.cit., 511, nota 148.

2.6.1 (segue) come vendita di cosa futura ex art. 1472 c.c. o commercializzazione a distanza di servizi finanziari a norma dell'art. 67-bis cod. cons.?

In quest'ottica, non sembra condivisibile l'orientamento che qualifica, da un punto di vista civilistico, la fattispecie dei *token* di utilità come vendita di cosa futura ex art. 1472 c.c.³²⁴, secondo le modalità dell'offerta al pubblico di cui all'art. 1336 c.c.³²⁵

Anzitutto, in quanto, al momento di perfezionamento del contratto, è possibile che l'emittente abbia già creato il *token* oggetto della vendita; né può essere escluso che, in talune ipotesi, il bene/servizio cui il *token* dà accesso sia, per esempio, già predisposto per l'uso nella fase di stipulazione contrattuale; da qui l'inidoneità della qualificazione in parola ad abbracciare variegate ipotesi di emissione di *utility token*.

Si deve inoltre precisare che una qualificazione nei termini della “vendita di cosa futura” non sembra avere l'effetto di approntare un regime di tutela effettivo in favore del consumatore, dato che sarebbe gioco facile per l'emittente, nella predisposizione unilaterale delle clausole contrattuali, specificare che la pattuizione abbia carattere aleatorio³²⁶, così da evitare la nullità del contratto, se la cosa non dovesse venire ad esistenza ai sensi dell'art. 1472, co. 2, c.c.: situazione talora osservabile nel modello del *reward crowdfunding* e, in particolare, nello schema c.d. “*all or nothing*”, in cui è posto sull'acquirente il

³²⁴ Si tratta di una tesi da più parti condivisa. Cfr. L. FERRAIS, *op.cit.*, 288, nt. 72, il quale avanza l'ipotesi, stante la pacifica necessità di un approccio *case by case*, che possa anche trattarsi di una fattispecie di somministrazione a norma dell'art. 1159 c.c. Per la qualificazione in termini di vendita di beni futuri ex art. 1472 c.c. cfr. pure P. CARRIÈRE, *Il fenomeno delle crypto-attività (crypto-assets) in una prospettiva societaria*, *op.cit.*, 510-511; G. BEFANI, *op.cit.*, 415; S.L. FURNARI, *Initial Coin Offering: come regolare l'emissione dell'utility token*, in <https://fchub.it/wp-content/uploads/2021/05/token.pdf>, il quale ritiene anche – in modo non condivisibile alla luce di quanto precisato sopra – che l'emissione di *utility token* sia simile al *reward crowdfunding*. Tesi sostenuta anche da S.L. FURNARI – R. A. LENER, *Contributo alla qualificazione giuridica dell'offerta al pubblico di Utility Token (anche) alla luce della proposta di Regolamento Europeo sulle crypto-attività*, *op.cit.*, 63 ss.

³²⁵ Per una raffinata elaborazione della dottrina in ordine al contenuto concettuale dell'art. 1472 c.c. cfr. P. GRECO – G. COTTINO, *Commento all'art. 1472, cod. civ.*, in *Commentario del Codice Civile, Della vendita, Art. 1470-1547*, A. SCIALOJA – G. BRANCA, Bologna-Roma, 1981; cfr. anche P. PERLINGERI, *I negozi sui beni futuri*, Jovene, Napoli, 1962, 11-12, il quale autorevolmente evidenzia come in dottrina l'espressione “cosa futura” non trova significato univoco, giacché “*Talvolta si identifica la res futura con la cosa che, al momento della conclusione del contratto, non esiste in rerum natura, mentre si qualifica sperata, e non futura, la res che manca d'individualità autonoma o perché parte, quale pertinenza o quale accessorio, di un patrimonio, o perché nullius. Altre volte per res futura s'intende qualsiasi cosa inesistente al momento in cui su di essa si contrae, ma che potrà esistere in futuro così in dipendenza del processo creativo della natura come del fatto dell'uomo*”.

³²⁶ Né, in quest'ottica, varrebbe la pena tentare una qualificazione nei termini della *emptio spei*, che è contratto aleatorio, o anche dell'*emptio rei sperata*, che è invece un accordo parzialmente condizionato. Per una loro distinzione cfr., fra i tanti, PERLINGERI P., *cit.*, 162; e A. TORRENTE – P. SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, 24° ed., Giuffrè, Milano, 2019, 189.

rischio della mancata venuta ad esistenza della *res*³²⁷; e, oltretutto, la disposizione *de qua* non pare garantire il consumatore rispetto ad ipotesi di non conformità del bene o del servizio fornito nel contesto di un'operazione di massa.

Allo stesso modo, non pare meritevole di condivisione la qualificazione della vendita di *utility token* in termini di commercializzazione di un servizio finanziario a norma dell'art. 67-*bis* cod. cons. Benché tale qualificazione sia stata sostenuta, con riguardo all'acquisto di *bitcoin*, da una parte della dottrina e dalla pronuncia n. 196 del 24 gennaio 2017 del Tribunale di Verona³²⁸, non sembra applicabile anche alla diversa fattispecie degli *utility*: in particolare, per le ragioni anzidette e qui richiamate, i caratteri dei *token* di utilità non appaiono riconducibili alla categoria “*di investimento*”, né riflettono gli schemi “*di natura bancaria, creditizia, di pagamento*” o, tantomeno, quelli “*di assicurazione e di previdenza individuale*” individuati dall'art. 67-*ter*, par. 1, lett. b)³²⁹.

A ciò si aggiunga che la qualificazione come commercializzazione a distanza di servizi finanziari *ex* 67-*bis* cod. cons.³³⁰ condurrebbe, a seguito della prospettata entrata in vigore dell'iniziativa regolamentare MiCA, ad un inutile duplicazione di obblighi informativi a carico dell'emittente, con la conseguenza

³²⁷ Ulteriore ragione in virtù della quale non si trova condivisibile assimilare l'emissione degli *utility token* all'operazione di *reward crowdfunding*.

³²⁸ Cfr. Trib. Verona 24 gennaio 2017, con nota di condivisione di M. PASSERETTA, *Bitcoin: il leading case italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, 4, 471 ss. La vicenda trae origine da un rapporto contrattuale sorto tra taluni investitori e una società *promoter* di una piattaforma di investimenti di diritto ucraino per l'acquisto di *bitcoin* in cambio di valuta fiat. Gli attori adivano l'Autorità giudiziaria per ottenere una pronuncia di nullità del contratto di acquisto di tale valuta virtuale stipulato con la società promotrice, in ragione delle violazioni delle disposizioni consumeristiche in punto di obblighi di informazione. Senza particolari sforzi motivazionali, il Tribunale ha ritenuto che l'attività svolta dalla società promotrice del portale di acquisto e scambio andava qualificata alla stregua di quella del “*fornitore*” del servizio finanziario descritto all'art. 67-*ter*, lett. a), b), c) e g), e, dunque, sottoposta agli obblighi informativi di cui agli artt. 67-*quater* e ss. cod. cons. Nello stesso senso cfr. A. M. GAMBINO – C. BOMPRESZI, *op.cit.*, 269. Di diverso avviso è invece C. SANDEI, *Le initial coin offering nel prisma dell'ordinamento finanziario*, cit., 401, nota n. 37.

³²⁹ Cfr. G. MEO, *Consumatori, mercato finanziario e impresa: pratiche scorrette e ordine giuridico del mercato*, in *Giur. comm.*, 2010, 5, 720, ss., che, in tema di definizione di “*servizi finanziari*” di cui alla disciplina in discorso, sottolinea come “*con riferimento alla commercializzazione a distanza nei confronti di consumatori, la disciplina introdotta nel 2007 nel Codice del Consumo estende espressamente la propria portata, qualificandole ai propri fini “servizi finanziari”, a fattispecie non qualificate allo stesso modo dal TUF, vale a dire i servizi di natura bancaria, creditizia, di pagamento, di assicurazione e di previdenza individuale (art. 67-*ter*, comma 1, lett. b, Cod. Cons.) (...) Il che postula quindi che, ai fini della tutela del consumatore, l'area dei servizi finanziari sia più ampia di quella propria della disciplina del TUF rivolta alla tutela degli investitori-clienti*”. Sul punto v. anche BLANDINI A., *Servizi finanziari per via telematica e le prospettive del diritto societario online*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, 1, 46.

³³⁰ Per una loro definizione, cfr. F. BRAVO, *Nozione di «strumenti finanziari» di cui al d.lgs. n. 190 del 2005 sulla «commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori» e collocabilità della disciplina nel codice del consumo*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2007, 595.

di possibili antinomie in punto di applicazione delle relative disposizioni: tanto gli artt. 67-*quater* e ss. cod. cons., quanto l'art. 5, MiCA, prevedono, infatti, una disciplina parzialmente differente delle informazioni che devono essere rese all'utente in fase precontrattuale³³¹; del pari, l'eventuale qualificazione in parola condurrebbe ad una superflua duplicazione rimediale circa il diritto di recesso esercitabile dal consumatore di *utility token*, dato che sia l'art. 67-*duodecies* cod. cons. che l'art. 12 MiCA disciplinano la facoltà di recesso del consumatore entro quattordici giorni, con regole tutt'altro che identiche (si pensi, ad esempio al termine durante il quale può essere esercitato il recesso che, nella disciplina del codice del consumo, decorre alternativamente dalla data di conclusione del contratto o dalla data in cui il consumatore riceve le condizioni contrattuali e le informazioni di cui all'art. 67-*undecies* se tale data è successiva alla prima; mentre, a norma dell'art. 12, co. 1, dell'iniziativa regolamentare MiCA, il periodo di recesso decorre dalla data in cui il consumatore ha prestato il proprio consenso all'acquisto delle cripto-attività).

Da quanto sopra si evince che né la qualificazione in termini di “vendita di cosa futura”, né quella alla stregua di “commercializzazione a distanza” di servizi finanziari sembrano funzionali ad approntare, in combinato con l'impianto proposto con MiCA, un compiuto regime di tutela a favore dei detentori di *token d'uso*³³².

³³¹ Peraltro va anche precisato che la disciplina del pagamento dei servizi finanziari prestati a distanza esordisce riconoscendo al consumatore il diritto di eseguire il pagamento con strumenti diversi dalla moneta legale, purché l'impiego di uno strumento alternativo sia previsto nelle informazioni comunicategli, sicché l'eventuale pagamento tramite criptovalute sarebbe sottoposto a tale condizione. Per uno studio più ampio sul tema cfr. L. PONTIROLI, *La disciplina del pagamento nella vendita a distanza dei servizi finanziari: prime considerazioni*, 2006, 6, 678.

³³² Non pare necessario qui indugiare sulla possibile qualificazione, ai fini fiscali, dei *token* di utilità come “voucher”, alla stregua della direttiva UE 2016/1065, che modifica la direttiva 2006/112/CE relativamente al trattamento dei buoni, salve fatte le diverse considerazioni fiscali che qui esulano dal presente lavoro. La direttiva 2006/112/CE, com'è noto, stabilisce le norme concernenti il momento, il luogo della cessione di beni e della prestazione di servizi, nonché la base imponibile e l'esigibilità dell'imposta sul valore aggiunto. Per un migliore trattamento fiscale delle operazioni che comportano l'impiego di buoni e assicurare la loro coerenza i principi in materia di imposta sui consumi (cfr. considerando n. 2), l'art. 30-*bis* della citata direttiva del 2006, così come modificata, ha fornito una definizione di “buoni” ai fini IVA; sicché la possibile riconduzione dei *token* di utilità in tale categoria non potrebbe che esplicare effetti sul piano strettamente fiscale (cfr. la disciplina ivi prevista all'art. 30-*ter*). Ciò a meno che all'espressione “voucher”, già impiegata dall'Agenzia delle Entrate (nella Risposta n. 14 del 28 settembre 2018), non si voglia attribuire un “significato” diverso da quello attualmente previsto, alla stregua di quanto avvenuto nella Repubblica di San Marino che, con il D.D. 23 maggio 2019 n. 86, in abrogazione e sostituzione del precedente D.D. n. 37 del 2019, ha introdotto all'art. 8, co. 1, una definizione *ad hoc* di *token* di utilizzo come “voucher per l'acquisto di servizi o di beni offerti dall'Ente Blockchain”.

2.6.2. (segue) come fornitura di contenuto digitali o servizio digitale ex art. 3, co. 1, della direttiva (UE) 2019/770 del 20 maggio 2019: una proposta qualificatoria

A parere di chi scrive, pare possibile ritenere che l'offerta dei *token* di utilità, ove accettata, dia luogo ad un “contratto in cui l'operatore economico fornisce, o si impegna a fornire, contenuto digitale o un servizio digitale al consumatore e il consumatore corrisponde un prezzo o si impegna a corrispondere un prezzo”, a norma dell'art. 3, co. 1, della nuova direttiva (UE) 2019/770 del 20 maggio 2019³³³, attuata nel nostro ordinamento con il D.lgs. n. 173 dello scorso 4 novembre 2021, ss.mm.ii.³³⁴.

La direttiva testé citata³³⁵ intende per “contenuto digitale” “i dati prodotti e forniti in formato digitale” (art. 2, n. 1), mentre per “servizio digitale”, fra

³³³ Come evidenziato da G. GUERRA, *Il contenuto digitale nel contratto di vendita di beni e servizi. Note a margine della nuova disciplina di armonizzazione (massima) europea*, 2020, in <https://giustiziacivile.com/>, il concetto di “contenuto digitale” era stato introdotto nel diritto europeo dall'art. 2, co. 11, della Direttiva 2011/83/EU dove veniva identificato con “i dati prodotti e forniti in formato digitale”, tuttavia, la stessa escludeva la sua operatività rispetto ai contratti per la fornitura di contenuto digitale privi di supporto materiale “poiché non si configurava né un contratto di vendita né un contratto di servizi”.

³³⁴ Va segnalato che le modifiche apportate al D.lgs. n. 206 del settembre 2005 dall'articolo 1, co. 1, del suindicato decreto attuativo acquisiscono efficacia a decorrere dal 1° gennaio 2022. Con il D.lgs. n. 173 del 4 novembre 2021, dopo il capo I del titolo III della parte IV del codice del consumo, è stato inserito il Capo I-bis “*Dei contratti di fornitura di contenuto digitale e di servizi digitali*”.

³³⁵ Si tratta, come noto, della direttiva che, in uno con la direttiva UE n. 771 del 2019, mira a garantire un nuovo sistema di garanzie per la vendita di beni di consumo. A più di vent'anni di distanza dall'introduzione di una disciplina comunitaria di cui alla Direttiva UE n. 44 del 1999, il legislatore eurounitario ha ritenuto necessario innalzare il livello di armonizzazione tra le diverse discipline nazionali degli Stati Membri, prevedendo, da un lato, la sostituzione di quest'ultima direttiva sulle garanzie di conformità nella vendita di beni consumo con una nuova Direttiva ad armonizzazione massima (la n. 771 del 2019), che include tutte le vendite di consumo, in presenza o a distanza, concernenti beni mobili materiali, inclusi quelli con elementi digitali; e dall'altro, una disciplina *ad hoc* (introdotta con la direttiva UE n. 770 del 2019) per i beni digitali o servizi digitali in senso proprio oggetto di fornitura da parte di un operatore nei confronti di un consumatore. Tra i primi commenti alla due direttive “gemelle” si v. G. ALPA, *Aspetti della nuova disciplina delle vendite nell'Unione europea*, in *Contr. impr.*, 2019, 3, 825 ss.; C. ANGIOLINI, *Lo statuto dei beni personali. Uno studio a partire dalla nozione di bene*, Giappichelli Editore, Torino 2020, 46 ss.; F. AZZARI, *Consegna e passaggio del rischio nelle vendite di beni mobili ai consumatori: considerazioni in vista dell'attuazione della direttiva (UE) 2019/771*, in *Responsabilità civile e Previdenza*, 2021, 4, 1095 ss.; C. CAMARDI, *Prime osservazioni sulla Direttiva (UE) 2019/770 sui contratti per la fornitura di contenuti e servizi digitali. Operazioni di consumo e circolazione di dati personali*, in <https://giustiziacivile.com/>, 2019, 3, 499 ss.; D. STAUDENMAYER, *The Directive on Digital Contracts: First Steps toward the Private Law of the Digital Economy*, in *European Review of Private Law*, vol. 28, 2, 2020, 220.

Per un esame più specifico della dir. UE n. 771 del 2019 cfr. G. DE CRISTOFARO, *Verso la riforma della disciplina delle vendite mobiliari B-TO-C: l'attuazione della dir. UE 2019/771*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, 207 ss.; F. BERTELLI, *L'armonizzazione massima della direttiva 2019/771UE e le sorti del principio di maggior tutela del consumatore*, in *Europa e Dir. Privato*, 2019, 4, 953; M. FACCIOLI, *La nuova disciplina europea della vendita di beni ai consumatori (dir. (UE) 2019/771): prospettive di attuazione delle disposizioni sui termini*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 251 ss.; E. FERRANTE, *La direttiva 19/771/UE in materia di vendita al consumo: primi appunti*, in *Annuario del contratto*, diretto da A. D'ANGELO – V. ROPPO, Torino, 2019, 26

l'altro, “*un servizio che consente al consumatore di creare, trasformare, archiviare i dati o di accedervi in formato digitale*” (art. 2, n. 2, lett. a))³³⁶.

Ora, nel caso dei *token* di utilità, è ben evidente che si tratta, da un punto di vista fenomenologico, di una “stringa alfanumerica” in formato digitale che presenta gli stessi caratteri propri di ogni altro “contenuto digitale” *ex art.* 2, n. 1, della direttiva suindicata³³⁷: in particolare, al pari di quest'ultimo, anche i *token* consistono in dati digitalmente accessibili, sono tendenzialmente neutrali rispetto al mezzo impiegato per trasmetterli (non rileva quale sia il supporto utilizzato per il loro trasferimento), sono per loro stessa natura inconsumabili e presuppongono che il consumatore abbia a disposizione tecnologie informatiche che gli consentano l'accesso³³⁸.

Deve inoltre considerarsi che i *token* di utilità attribuiscono al possessore il diritto di accedere a beni o servizi, sovente, forniti anch'essi digitalmente da una *start-up* con ampie capacità tecnologiche. Da qui, stante anche l'ampiezza delle definizioni impiegate dal legislatore europeo³³⁹, la possibilità di ricomprendere la fattispecie in parola nel contratto di fornitura, a seconda dei casi, di “*servizio digitale*” allorché il *token* dia specificamente diritto al consumatore di creare, trasformare, archiviare dati, o accedervi in formato digitale, oppure di “*contenuto digitale*”, in tutti gli altri casi in cui è permesso l'accesso a “*dati prodotti e forniti in formato digitale*”³⁴⁰.

La riconduzione ai contratti in esame sembra possibile anche perché, al pari di quanto avviene nell'emissione di *utility*, gli stessi sono conclusi a distanza e garantiscono una singola o una serie di forniture di beni o servizi³⁴¹: si pensi, a titolo esemplificativo, all'oblato che aderisce a distanza all'offerta di tali *asset*, godendo di servizi ripetuti nel tempo (come l'archiviazione e la conservazione

ss.; S. PAGLIANTINI, *Contratti di vendita di beni: armonizzazione massima, parziale e temperata della Dir. UE 2019/771*, in *Giur. it.*, 2020, 217 ss.

³³⁶ L'art. 2, n. 2, lett. b) – che qui non pare rilevare – stabilisce invece che servizio digitale è anche “*un servizio che consente la condivisione di dati in formato digitale caricati o creati dal consumatore e da altri utenti di tale servizio o qualsiasi altra interazione con tali dati*”.

³³⁷ A livello domestico, si v. l'art. 135-*octies*, co. 2, cod. cons.

³³⁸ Per un più ampio esame delle caratteristiche dei contenuti digitali, cfr. DE FRANCESCHI, *La vendita di beni con elementi digitali*, in *Diritto Scienza Tecnologia*, collana diretta da S. FARO – N. LETTIERI – C. PERLINGIERI, Napoli, Edizioni Scientifiche italiane, 2019, 37, il quale evidenzia i caratteri testé menzionati nei contenuti digitali.

³³⁹ La qualificazione in questi termini non troverebbe ostacolo nella circostanza che, a norma del suo art. 3, par. 5, lett. e), la direttiva n. 770/2019 non si applica ai contratti concernenti servizi finanziari di cui all'art. 2, lett. b), direttiva 2002/65/CE (ossia quelli relativi alla commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori), una volta che, come sopra specificato, è stato ritenuto non divisibile la riconducibilità della vendita di *utility token* in quest'ultima fattispecie.

³⁴⁰ Ciò benché nel primo caso, sarà considerato oggetto della fornitura non tanto il *token* che funge da veicolo, ma il servizio digitale in sé.

³⁴¹ Si v. l'art. 11, co. 2, e il considerando n. 59 della direttiva in questione.

di dati, o la partecipazione a sondaggi e l'utilizzo di sconti/premi di vario genere)³⁴².

La qualificazione in questi termini sembra trovare conferma nella circostanza che l'art. 3, co. 1, della direttiva (UE) 2019/770 fa rientrare nella nozione di "prezzo" non solo le somme di denaro, ma anche "la rappresentazione di valore digitale dovut(a) come corrispettivo per la fornitura di contenuto digitale o di servizio digitale" (art. 2, par. 1, n. 7)³⁴³. Il legislatore europeo ha così individuato, tra le possibili forme di corrispettivo, proprio l'impiego di "rappresentazione di valore digitale", ossia le criptovalute utilizzate volontariamente dalle parti come mezzo di scambio nei rapporti giuridici³⁴⁴, alla stregua di quanto già avviene nella prassi per il pagamento di *utility token*: appare, dunque, inequivocabile la sovrapposibilità su tale profilo con il meccanismo di acquisto degli *utility token* che consente il pagamento mediante l'utilizzo di criptovalute, oltre che di monete aventi corso legale³⁴⁵.

Deve però anche dirsi che il considerando n. 23 della direttiva citata precisa che le "rappresentazioni di valore digitali dovrebbero considerarsi includere altresì le valute virtuali, purché siano riconosciute dal diritto nazionale". Ora, ancorché il considerando *de quo* si esprima "al condizionale", occorrerebbe, ai fini del loro impiego, detta approvazione statutale: si tratta di una previsione normativa totalmente priva di pregio giuridico, in quanto non specifica in che termini e con quali effetti debba avvenire detto "riconoscimento", né pare conforme alla natura transfrontaliera del fenomeno e comunque all'intenzione del legislatore europeo di conseguire nel settore in questione un'"armonizzazione massima" tra i diversi ordinamenti³⁴⁶.

Al di là di tale profilo, che lascia più dubbi che certezze, la qualificazione dell'emissione di *utility* come fornitura di contenuto o servizio digitale trova ulteriore riscontro nel fatto che il medesimo considerando sembra precisare, nella sua ultima parte, che "non dovrebbero essere di per sé considerate quali contenuto digitale o servizio digitale ai sensi della presente direttiva" quelle "rappresentazioni di valore digitali" che "fungono esclusivamente da metodo di pagamento". Dal che, se ad essere impiegate esclusivamente come strumento

³⁴² Per i profili di diritto successorio sui contenuti digitali cfr. G. MARINO, *Mercato digitale e sistema delle successioni mortis causa*, Edizioni Scientifiche italiane, Napoli, 2022, 83 e ss., e 173 e ss.

³⁴³ Cfr. l'art. 135-octies, co. 2, lett. g), cod. cons.

³⁴⁴ Ciò in quanto, in virtù del considerando n. 23, la "differenziazione basata sul metodo di pagamento utilizzato potrebbero essere fonte di discriminazione e incoraggiare in modo ingiustificato le imprese ad orientarsi verso la fornitura di contenuto digitale o di servizi digitali contro un corrispettivo in rappresentazioni di valore digitali". In quest'ottica, annovera anche, oltre alle valute virtuali, i buoni elettronici o i coupon elettronici.

³⁴⁵ Peraltro, uno dei problemi di particolare attualità, è quello del pagamento mediante la cessione di dati personali. Per un più ampio approfondimento sul tema v. C. CAMARDI, *op.cit.*, 499 ss.

³⁴⁶ Sul tema della necessità di un'armonizzazione degli ordinamenti cfr. G. ALPA – M. ANDENAS, *Fondamenti del diritto privato europeo*, Giuffrè, Milano, 2005, 691.

di pagamento volontario sono le criptovalute, appare evidente come gli *utility token* – cripto-attività senz'altro diversa rispetto a quest'ultime – possano invece essere considerate come beni a contenuto digitale o che permettono accesso a servizi digitali. Se si ritenesse il contrario, infatti, significherebbe sostenere che il legislatore europeo della direttiva in esame non conosca le distinte categorie di cripto-attività elencate nella proposta MiCA.

A dimostrazione di come la qualificazione in parola bene si attagli al fenomeno in parola valga l'esempio dei citati *token Filecoin* che, a dire di alcune Autorità nazionali che si sono espresse nel sondaggio lanciato da ESMA³⁴⁷, sono da considerare *utility token*, in quanto conferiscono il diritto di utilizzare e scambiare lo spazio di archiviazione in *cloud* mediante il registro distribuito. Ora, non sembra possa negarsi che l'accordo che li riguarda possa qualificarsi come un “*contratto in cui l'operatore economico*”, dietro pagamento del prezzo (*rectius*: moneta avente corso legale o criptovalute), “*fornisce, o si impegna a fornire*” un servizio digitale che consente al consumatore di “*archiviare i dati*” e “*di accedervi in formato digitale*” a norma dell'art. 2, par. 1, n. 2, lett. a) della direttiva in esame.

Ciò premesso, la qualificazione nei termini suesposti non confligge neppure con l'elencazione esemplificativa che la direttiva pone con riguardo alla sua applicazione³⁴⁸; e, d'altro canto, la stessa macro-categoria di contenuto digitale sembra introdotta per risolvere “*i problemi trasversalmente alle diverse categorie di contenuti digitali*”³⁴⁹: da qui, dunque, la possibilità di ricondurvi anche fattispecie eterogenee tra loro (quale potrebbe essere un libro elettronico e un *token*).

In questa prospettiva, la Commissione europea si è impegnata a riesaminare l'applicazione della direttiva in questione entro il 12 giugno 2024, pubblicando una relazione che esaminerà, tra l'altro, l'opportunità di armonizzare le norme ivi contenute ai contenuti e servizi digitali *diversi* da quelli espressamente da essa contemplati: tale relazione, dunque, potrà costituire un momento decisivo per chiarire la riconducibilità dei *token* in questione alla categoria dei contenuti/servizi digitali. Il che potrebbe condurre ad un'integrazione più compiuta e armonizzata dei sistemi di tutela applicabili al fenomeno in questione: se, infatti, la proposta MiCA mira a regolare gli obblighi

³⁴⁷ Sul punto v. ESMA, *Annex 1. Legal qualification of crypto-assets-survey to NCAs*”, cit.

³⁴⁸ Nel considerando n. 19 si legge che “*Per tener conto dei rapidi sviluppi tecnologici e preservare il carattere evolutivo del concetto di «contenuto digitale» o di «servizio digitale», la presente direttiva dovrebbe contemplare, tra l'altro, programmi informatici, applicazioni, file video, file audio, file musicali, giochi digitali, libri elettronici o altre pubblicazioni elettroniche, nonché i servizi digitali che consentono la creazione, la trasformazione o l'archiviazione dei dati in formato digitale, nonché l'accesso a questi ultimi, fra cui i software come servizio quali la condivisione audio e video e altri tipi di file hosting, la videoscrittura o i giochi offerti nell'ambiente di cloud computing e nei media sociali*”.

³⁴⁹ Così il considerando n. 19 della direttiva 2019/770/UE.

informativi e il diritto di recesso del consumatore entro un termine limitato a partire dall'acquisto, la direttiva 770/2019/UE invece potrebbe candidarsi – come si vedrà nel prosieguo – ad essere il porto sicuro per la garanzia di esistenza e di conformità dei beni o dei servizi venduti mediante tali tipi di cripto-attività; l'una senza escludere l'altra.

2.7 Il problema dei *token* di utilità ibridi

Prima di giungere ai rimedi di tutela relativi alla categoria in questione, occorre affrontare un ultimo problema esegetico che riguarda il mercato dei *token* di utilità: il fenomeno delle ibridazioni.

Gli esempi possono essere i più variegati, dato che molte sono le ipotesi in cui tali documenti digitali strutturalmente combinano più elementi appartenenti alle altre categorie di investimento e di pagamento³⁵⁰. Si pensi all'ipotesi in cui un *token* di utilità, in uno col diritto di accesso ad un bene o ad un servizio dell'emittente, attribuisca altresì il diritto di partecipare ai profitti derivanti dall'esecuzione del progetto imprenditoriale o quello di votare in assemblea su decisioni chiave per il suo sviluppo.

Com'è evidente, non poche sono le questioni sollevate dagli *assets* ibridi e difficile appare ricondurre ad unità ipotesi che nel concreto possono assumere caratteri molto diversi fra loro³⁵¹. Per questo, tutt'altro che chiari sono i criteri sulla base dei quali debbano essere regolati gli *hybrid token* e se possano al contempo applicarsi loro più discipline.

Nella galassia delle ibridazioni, sembra qui opportuno circoscrivere l'analisi ad alcune fattispecie che possono interessare i valori digitali oggetto del

³⁵⁰ Per una statistica sulla diffusione delle diverse categorie v. D.A. ZETZSCHE – R.P. BUCKLEY – D.W. ARNER – L. FOHR, *op.cit.*, 8. A risultati diversi invece giungono gli studi “*Token Rights: Key Considerations in Crypto-Economic Design*”, SMITH+CROWN, 2017, in <https://smithandcrown.com/>.

³⁵¹ Per evidenti ragioni, in questo lavoro non sono oggetto di specifico approfondimento i *Non-Fungible Token* (NFT), sovente impiegati, per la loro infungibilità, nel campo dell'arte o del collezionismo. L'esame di tale categoria richiederebbe, fra l'altro, di interrogarsi a monte circa la possibilità di qualificare o meno gli stessi come *asset* digitali registrati su una rete DLT: se infatti alcuni di essi prevedono la registrazione dell'*asset* che essi rappresentano all'interno della rete DLT che ricomprende la registrazione del *token*, altri invece contengono soltanto un “*link*” che rimanda ad un *server* esterno contenente l'*asset* digitale collegato. Al di là della complessità dei plurimi problemi sollevati da tale categoria, va qui precisato che una parte della dottrina li riconduce ai *token* ibridi, atteso che, da un lato, dovrebbero attribuire ai loro possessori la proprietà sulla *res* detenuta e, dall'altro, in alcuni casi, sembrano non conferire facoltà dominicali sull'*asset* digitale cui si riferiscono, soprattutto nei casi in cui non si pone in essere alcun rapporto giuridico tra il detentore del *non-fungible token* e il gestore del *server* in cui la *res* è conservata (sul punto, cfr. S.L. FURNARI – R. A. LENER, *Contributo alla qualificazione giuridica dell'offerta al pubblico di Utility Token (anche) alla luce della proposta di Regolamento Europeo sulle cripto-attività*, *op.cit.*, 63 ss.). Altra parte della dottrina ritiene invece che tali *token* siano dei veri e propri *utility token*, sia pure con le peculiarità legate alla loro natura non fungibile (cfr. F. ANTONACCHIO, *Non Fungible Token e altre cripto-attività in attesa del Regolamento europeo MiCA*, in *Il Fisco*, 2021, 44, 4265).

presente lavoro³⁵², muovendo dai *token* di utilità che, in uno con i loro caratteri di consumo, combinano alternativamente elementi di investimento o di pagamento, per giungere alla complicata ipotesi degli *assets* che ricomprendono tutte e tre le funzioni.

2.7.1 (segue)... con componente di finanziamento

I *token* di utilità che combinano, insieme ad una componente consumeristica, anche quella di investimento non sono rari nel mercato dei *crypto-assets*³⁵³. Ne è un esempio il token “*Crypterium*” emesso per la costruzione di una piattaforma “*cryptobank*”, che avrebbe consentito il pagamento delle commissioni per l’utilizzo dei suoi servizi, nonché il diritto di ricevere una quota mensile dei ricavi derivanti dall’attività della piattaforma medesima³⁵⁴.

Una parte della dottrina ritiene che, in presenza dei caratteri di investimento sopra visti, anche i *token* ibridi debbano essere qualificati come “*transferable securities*” secondo la disciplina MiFID II e, quindi, assoggettati fra l’altro alla più rigorosa disciplina del prospetto informativo³⁵⁵. In quest’ottica, nell’ordinamento statunitense, la SEC ha qualificato come *investment contract* e assoggettato alla disciplina dei *securities*, i citati *token*

³⁵² Esulano, dunque, dal presente lavoro le questioni attinenti alle forme di ibridazioni tra i *payment token* e gli *investment* o quelle che combinano componenti di diversi valori mobiliari tra loro, alla stregua di quanto avviene per gli strumenti finanziari ibridi (in tema, per tutti valga il rinvio a A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1270; U. TOMBARI, *Strumenti finanziari “partecipativi” e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 143; P. FERRO LUZZI, *L’assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, 197; M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, tit.cred.*, 2003, V, 521; M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voce*, Milano, Giuffrè, 2006, 32; più di recente, R. LANCIA, *Strumenti finanziari “ibridi” e derivati: aspetti civilistici e fiscali dei derivati incorporati nei titoli “ibridi”*, in *Giur. comm.*, 2021, 6, 1086 ss.).

³⁵³ Le ipotesi potrebbero essere le più varie: si pensi ad un *token* che incorpora la promessa della corresponsione di utili derivanti dall’esecuzione del progetto imprenditoriale; fattispecie che se, sotto il profilo finanziario, potrebbe dar luogo ad un prodotto finanziario e, da un punto di vista societario, potrebbe integrare uno strumento finanziario partecipativo (art. 2364, ult. comma, c.c.) emesso da una s.p.a. (o da una *start-up* innovativa o PMI innovativa), previa delibera assembleare dei soci. La questione, trascina con sé quella, qui non oggetto di esame, della connotazione soggettiva dell’emittente, atteso che, a seconda dei casi, lo stesso dovrebbe assumere una delle forme giuridiche sopra indicate. Per un approfondimento sul punto si v. C. SANDEI, *L’offerta iniziale di cripto-attività*, cit., 136 ss.

³⁵⁴ Cfr. ESMA, *Annex I. Legal qualification of crypto-assets-survey to NCAs*”, cit., che, come anticipato, ha richiesto alle competenti Autorità nazionale di considerare se sei distinte cripto-attività (tra cui alcune ibride come *Crypterium* e *PAqarium*) potessero essere qualificate come valori mobiliari.

³⁵⁵ P. MAUME – M. FROMBERGER, *Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Law*, op.cit., 548 ss.

ibridi (“MUN tokens”) emessi dalla società Munchee³⁵⁶, che davano accesso a beni di consumo e servizi e, al contempo, si candidavano ad aumentare il loro valore per una successiva negoziazione in un mercato secondario: in particolare, come già osservato, in applicazione dell’*Howey test*, l’Autorità statunitense ha dichiarato la violazione della *Section 5 (a)* del *Securities Act* e bloccato la prosecuzione dell’operazione, perché presente negli acquirenti, fra l’altro, una ragionevole aspettativa di profitto derivante dagli sforzi imprenditoriali altrui.

Di altro avviso è l’orientamento che ritiene invece che, al fine di determinare la disciplina applicabile, occorrerebbe guardare alla causa prevalente dell’operazione³⁵⁷: se, nella concreta operazione, a predominare è la causa (*rectius*: la componente) finanziaria, allora troverebbe applicazione la disciplina dei prodotti/strumenti finanziari, mentre, in caso contrario, quella consumeristica.

È noto però che il criterio della prevalenza si risolve in una formula in bianco, la cui difficoltà si riduce nel predeterminare i suoi indici rilevatori.

Si ritiene in questa sede non necessario indugiare sulla nota questione dei contratti a causa mista e sulle teorie dell’assorbimento e della combinazione in punto di disciplina applicabile³⁵⁸; né si può qui ripercorrere l’annoso tema della prevalenza della natura finanziaria, assicurativa o previdenziale di alcuni prodotti³⁵⁹. Sia però permessa una breve considerazione sui risultati cui il criterio

³⁵⁶ Il provvedimento è consultabile al sito <https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf>.

³⁵⁷ Cfr. P. HACKER – C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, cit., 242; M. DE MARI, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offering (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, op.cit., 307; nello stesso senso P. CARRIÈRE, *Initial Coin Offerings (ICOs): Italia-Francia, due approcci regolatori a confronto*, 15 gennaio 2020, in www.dirittobancario.it.

³⁵⁸ Com’è noto, l’impostazione tradizionale della giurisprudenza di legittimità ricorreva alla teoria dell’assorbimento, che privilegia la disciplina dell’elemento in concreto prevalente, senza tuttavia escludere ogni rilevanza giuridica degli altri elementi, che sono voluti dalle parti e concorrono a fissare il contenuto e l’ampiezza del vincolo contrattuale (così Cass., S.U., 12 maggio 2008, n. 11656, in <https://dejure.it/>). Più di recente, ritenendo di superare tale orientamento tradizionale, la Suprema Corte ha prospettato la riconducibilità dell’operazione ad un tipo contrattuale, da ricercare in virtù della volontà delle parti e non già in ragione degli indici di prevalenza di uno tra i distinti tipi di riferimento (cfr. Cass., 11 marzo 2014, n. 5605, in *Guida dir.*, 2014, 23, 83). In dottrina, per il dibattito sul tema, tra i tanti, cfr. M. BIANCA, *Diritto civile, Il contratto*, 3° ed., Giuffré, Milano, 2019; F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, decima ed., Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2003, 798 ss.; A. TRABUCCHI, *Istituzioni di diritto civile*, quarantesima ed., Cedam, Padova, 2003; R. ALESSI, *La disciplina generale del contratto*, Giappichelli Editore, Torino, 2015, 19 ss.; L. NIVARRA – V. RICCIUTO – C. SCOGNAMIGLIO, *Diritto privato*, Giappichelli, sesta ed., Torino, 2021, 337.

³⁵⁹ Cfr. R. LENER, *Il prodotto “assicurativo” fra prodotto “finanziario” e prodotto “previdenziale”*, in *Dir. economia assicur.*, 2005, I, 1233; P.E. CORRIAS, *Sulla natura assicurativa oppure finanziaria delle polizze linked: la riproposizione di un tema*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, II, 457; e, in giurisprudenza, v. Cass., 30 aprile 2018, n. 10333, in *Giur. it.*, 2018, 12, 2687.

Sul punto, valga rammentare come il criterio della finalità esclusiva o prevalente di investimento sia posto alla base di talune disposizioni del T.u.f. in caso di prodotti composti, ibridi o complessi (cfr. BANCA D’ITALIA, “*Disposizioni in materia di trasparenza delle*

della prevalenza potrebbe condurre specificamente nella fattispecie in esame: se, ad esempio, si ritenesse prevalente, in un *token* ibrido, la componente finanziaria, con la conseguente applicazione della disciplina dell'offerta pubblica, apparirebbe incerto il rimedio dell'utente in ordine all'esatta conformità dei beni o servizi acquistati; lo stesso dicasi con riguardo all'ipotesi inversa, nella quale sarebbe denegato al consumatore/investitore il diritto ad ottenere le informazioni proprie del prospetto informativo relative al segmento di investimento di cui è portatore il *token* acquistato.

In quest'ottica, si rivela più che dubbia la fondatezza dell'assunto – adottato, fra l'altro, nel risalente parere n. 3999 del 3 dicembre 2008 del Consiglio di Stato per sostenere l'assorbimento della disciplina della tutela del consumatore nella disciplina del mercato finanziario³⁶⁰ – che i due sistemi regolamentari servano interessi identici, con la conseguenza di attribuire al secondo carattere di specialità e quindi di predominanza sostitutiva rispetto al primo.

La particolarità della fattispecie crittografata, capace di ricomprendere in una stessa unità digitale situazioni giuridiche soggettive nettamente diverse, consiglia, dunque, di percorrere un'altra strada interpretativa che combina le relative discipline coinvolte in quanto compatibili³⁶¹. In tal modo, i diritti attribuiti al detentore potrebbero essere regolati *in parte qua* a seconda della disciplina applicabile: in particolare, quelli attinenti alla conformità dei beni/servizi dell'emittente, alla stregua della nuova direttiva (UE) 2019/770 del

operazioni e dei servizi bancari e finanziari, Correttezza delle relazioni tra intermediari e cliente – Sezione F in <https://www.bancaditalia.it/>). L'assunto della funzione di investimento prevalente, come segnalato in dottrina (v. M. DE MARI, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offering (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, *op.cit.*, 307) è anche implicito nella qualificazione dei prodotti illiquidi (sul punto, CONSOB, Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009, in <https://www.consob.it/>) e dei prodotti complessi (CONSOB, Comunicazione n. 0097996 del 22 dicembre 2014, in <https://www.consob.it/>).

³⁶⁰ Il che avrebbe quale corollario, come ritenuto da G. MEO, *op.cit.*, 720, ss., “*di attrarre indiscriminatamente all'Autorità di governo del mercato le competenze in materia di tutela dei consumatori altrimenti proprie dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato*”. L'Autore infatti afferma che “*Né gli interessi sottostanti sono identici, dovendosi ammettere che la disciplina del mercato finanziario, pur ove servente anche interessi dei clienti finanziari, non ha quale finalità soltanto questi, e soprattutto che li realizza con strumenti e metodi più ampi, quale risultante della tutela complessiva dell'assetto di mercato ordinato, trasparente e corretto. Né, pur quando la disciplina finanziaria ha ad oggetto in via diretta posizioni soggettive di clienti, essa riguarda necessariamente la sfera di tutela dei soli clienti al dettaglio e, tra questi, dei soli clienti rispondenti alla nozione tecnica di “consumatori”, cioè persone fisiche operanti al di fuori di finalità imprenditoriali e professionali*”.

³⁶¹ Nello stesso senso v. S.L. FURNARI – R. A. LENER, *Contributo alla qualificazione giuridica dell'offerta al pubblico di Utility Token (anche) alla luce della proposta di Regolamento Europeo sulle cripto-attività*, *op.cit.*, 85, i quali scrivono che “*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*”.

20 maggio 2019, mentre, ad esempio, quelli relativi ai diritti di voto (art. 2351 c.c.) o agli utili (art. 2350 c.c.) secondo la relativa disciplina del diritto societario.

Vero è che un simile approccio potrebbe condurre ad antinomie oppure alla necessità per l'emittente di osservare plurimi obblighi derivanti da sistemi di regole differenti, come quelli, in punto di informazione all'utente (con la conseguenza di pubblicare, per una medesima offerta, sia il relativo *white paper*, che il prospetto informativo); di contro, però, in prospettiva prudenziale, stante l'incertezza regolamentare sul punto, la strada maestra potrebbe essere quella di non violare nessuna delle disposizioni applicabili ad un *token* ibrido (anche eventualmente valutando la possibilità di accedere alle "esenzioni" rispettivamente previste dalla disciplina MiCA o da quella del Regolamento Ue n. 1129 del 14 giugno 2017, c.d. "Regolamento Prospetto").

Peraltro, ove si adottasse la prospettiva qui avanzata per la disciplina della componente consumeristica, soccorrerebbe, per lo scioglimento di eventuali antinomie, l'art. 3, par. 7, della direttiva UE n. 770 del 2019, il quale dispone che "*In caso di conflitto tra le disposizioni della presente direttiva e una disposizione di un altro atto dell'Unione che disciplina uno specifico settore o oggetto, la disposizione di tale altro atto dell'Unione prevale su quelle della presente direttiva*".

2.7.2 (segue)... con componente di pagamento

Prima di fare un cenno alla questione della combinazione tra gli *assets* di utilità e quelli di pagamento, va precisato, onde fugare dubbi, che esulano da tale ipotesi i casi in cui il *token* di utilità può essere impiegato esclusivamente per l'acquisto dei beni o servizi dell'emittente.

Il fenomeno dell'ibridazione in questione è stato oggetto di confronto in seno al parere n. 110 del 20 aprile 2020 dell'Agenzia delle Entrate³⁶², reso a seguito dell'istanza di interpello di una società circa il corretto trattamento IVA del provento conseguito in esito alla vendita degli "*ALFA token*"³⁶³ ad un

³⁶² AGENZIA DELLE ENTRATE, Risposta del 20 aprile 2020, n. 110, resa *ex* articolo 11, comma 1, lett. a), legge 27 luglio 2000, n. 212, con oggetto "*Emissione token (Initial Coin Offering - ICO) – Trattamento IVA*", in <https://onelegale.wolterskluwer.it/>.

³⁶³ Si trattava di una società che intendeva realizzare una piattaforma tecnologica distribuita e decentralizzata per "*firmare, criptare e scambiare documenti commerciali in forma digitale (ordini, conferme, documenti di trasporto, fatture etc.), dei quali sono garantiti la paternità, la non ripudiabilità e l'integrità*" (v. AGENZIA DELLE ENTRATE, Risposta del 20 aprile 2020, cit.). Una parte dei *token* nativi generati dalla società contribuente veniva ceduta al predetto consorzio, che interveniva come acquirente in nome proprio e per conto dei consorziati. Tali cessioni venivano regolate sulla base di un contratto di vendita tra la Società e il Consorzio e da un simmetrico contratto di vendita tra il Consorzio e i consorziati (i "nodi validatori" della piattaforma). In seno ai contratti, si pattuiva, fra l'altro, che il *token* venduto: i) non comportava per l'acquirente alcun diritto alla partecipazione nella Società o nel Consorzio e/o nessun diritto patrimoniale o amministrativo relativo a tale società, tra cui, a titolo esemplificativo, nessun diritto di voto in assemblea, di distribuzione degli utili, di rimborso o di liquidazione sul patrimonio della Società; ii) non costituiva prestito o contributo al Consorzio, né conferimento

consorzio che interveniva nell'acquisto in nome e per conto dei soggetti consorziati: da un lato, la società istante asseriva che i propri *token* avessero natura ibrida, in quanto utilizzabili sia per fruire dei servizi di una piattaforma, che come mezzo di pagamento per l'acquisto di altri beni o servizi sul mercato; dall'altro, l'Agenzia riteneva che quelli in esame fossero degli *utility token* poiché in “*sede di emissione, la loro funzione è diversa da quella di una moneta virtuale, che - come affermato dalla Corte di giustizia nella sentenza del 22 ottobre 2015 (causa C-264/14, Hedqvist) - non ha "altre finalità oltre a quella di un mezzo di pagamento"*”.

A ben vedere, sembra che l'Agenzia delle entrate, sia pure pronunciandosi ai soli fini fiscali³⁶⁴, non abbia colto la circostanza che quella ibrida costituisca una sotto-categoria che non si risolve né integralmente nell'una, né nell'altra componente presente nell'unità digitale. Vero è infatti che la Corte di giustizia³⁶⁵ ha precisato che la moneta virtuale in senso stretto non ha altre funzioni che quella di pagamento, ma va considerato che nel caso dell'ibridazione si è al di fuori del perimetro delle criptovalute in senso stretto, trattandosi, per l'appunto, di declinazioni diverse dalle prime.

sociale; iii) non costituiva una forma di investimento, né di risparmio. In quest'ottica, l'Agenzia riteneva che la Società aveva effettuato una prestazione di servizi ai sensi dell'articolo 3, comma 1, del d.P.R. n. 633 del 1972, facendosi corrispondere una commissione, per poter accedere, utilizzare la piattaforma e svolgere l'attività di nodo validatore, coincidendo il momento di effettuazione della predetta prestazione col pagamento della commissione ai sensi dell'articolo 6 del d.P.R. n. 633 del 1972. Da qui, la sottoposizione della prestazione di tali servizi all'imposta IVA.

³⁶⁴ La rilevanza fiscale e quindi l'applicazione dell'IVA alle offerte di *utility token* (nel caso di specie, rappresentativi del diritto a fruire di servizi per alcune diagnosi, presso i laboratori di proprietà della società emittente) è stata oggetto di esame da parte di AGENZIA DELLE ENTRATE, Risposta del 28 settembre 2018 n. 14, cit., la quale ha sottolineato come la stessa vada assunta al momento dell'utilizzo del *voucher*, ossia all'atto dell'acquisto del bene/servizio che lo stesso incorpora (e, dunque, del consumo finale). Contrariamente a quanto sostenuto dalla Società, l'Agenzia delle Entrate ha ritenuto che la cessione degli *utility token* sia più correttamente riconducibile ad una mera movimentazione finanziaria, non rilevante agli effetti dell'IVA e che l'imposta si rende esigibile solo al momento in cui i beni sono ceduti o i servizi prestati con la spendita dei *token*. L'Ente, peraltro, ritiene utile verificare la possibilità di ricondurre, ai fini fiscali, le operazioni in esame alla disciplina del trattamento dei buoni, che, a partire dal 1° gennaio 2019, gli Stati membri dovranno trasporre nel proprio ordinamento in attuazione delle norme della Direttiva UE 2016/1065.

Per un più recente intervento, cfr. la risposta n. 507/2022, già citata, dell'Agenzia dell'Entrate, tramite la quale si afferma che “*la cessione degli utility token effettuata dal Contribuente in sede di ICO non sia soggetta a IVA ai sensi dell'articolo 2, terzo comma, lettera a) del Decreto IVA a condizione che la ricostruzione della fattispecie, per come ricostruita dalla scrivente, trovi concreta verifica. Ad ogni buon fine, si ricorda che quando il possessore utilizzerà il token per acquistare a prezzo scontato il servizio di deposito dell'opera, detta operazione sarà soggetta a IVA con l'aliquota propria della prestazione di servizio ricevuta e tenendo conto sia dello status del committente (i.e. Business o Consumer), sia dello Stato in cui quest'ultimo è stabilito ai fini IVA*”.

³⁶⁵ Il riferimento è alla citata pronuncia della Corte giust., 22 ottobre 2015, c. 264/14, Skatterverket c. David Hedqvist.

Ciò posto, i fenomeni di effettiva combinazione della componente di utilità e di pagamento sollevano il dubbio se a doversi applicare sia la disciplina di quella sezione prevalente dell'*asset* crittografato o se, invece, si può ipotizzare un'applicazione *in parte qua* delle distinte discipline. Come anticipato, da più parti si suggerisce di far ricorso al criterio della predominanza³⁶⁶, già ampiamente impiegato per taluni prodotti in materia finanziaria³⁶⁷.

Questa linea di pensiero, applicata al campo degli *utility*, come sopra precisato, non appare però condivisibile.

Sul punto basti insistere sul caso citato, oggetto del parere dell'Agenzia delle entrate, per rilevare che l'eventuale prevalenza della componente di pagamento e, dunque, l'esclusiva applicazione della relativa disciplina avrebbe impedito di fatto l'operatività dei rimedi di tutela nei casi in cui la piattaforma non sarebbe stata sviluppata in tutte le sue fasi del progetto o sarebbe stata sviluppata con ritardo o con funzionalità ed utilità diverse rispetto a quanto previsto dal contratto o nel progetto.

Per questo, sembra preferibile adottare un approccio che non miri all'esclusiva applicazione delle norme relative alla parte predominante del *token* emesso, ma piuttosto individui le corrispondenti regole appartenenti ai diversi elementi, combinando le distinte discipline nei limiti della loro compatibilità.

Peraltro, se si adottasse la prospettiva qui avanzata per la disciplina della componente consumeristica, in caso di antinomie tra le distinte disposizioni applicabili, opererebbe comunque il citato art. 3, par. 7, della direttiva UE n. 770/2019, che dispone la valenza recessiva delle disposizioni ivi contenute.

2.7.3 (segue)... con componente di finanziamento e di pagamento

Un'ulteriore e più complessa forma di ibridazione è quella che vede compresenti in una medesima unità digitale le tre componenti di utilità, di pagamento e di investimento.

Ne è paradigma il "*token PAquarium*" ("PQT") emesso per la prospettata costruzione del più grande acquario al mondo, che avrebbe garantito ai detentori, oltre un diritto di ingresso gratuito *sine die*, anche quello di ottenere il venti per cento del profitto derivante dall'uso imprenditoriale dell'acquario, il diritto di voto in ordine alla sua ubicazione, nonché, fra l'altro, di impiegare il *token* come mezzo di pagamento per l'acquisto di beni presso l'acquario. Alcune delle

³⁶⁶ Cfr. P. HACKER – C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, cit., 242; M. DE MARI, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offering (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, cit., 307; nello stesso senso P. CARRIÈRE, *Initial Coin Offerings (ICOs): Italia-Francia, due approcci regolatori a confronto*, cit.

³⁶⁷ Cfr. R. LENER, *Il prodotto "assicurativo" fra prodotto "finanziario" e prodotto "previdenziale"*, cit., 2005, I, 1233; P.E. CORRIAS, *op.cit.*, 457; e, in giurisprudenza, v. Cass., 30 aprile 2018, n. 10333, cit. 2687.

Autorità interrogate da ESMA in ordine alla qualificazione di tale *asset* (la cui vendita ha condotto ad una raccolta di capitali pari a centoventi milioni di dollari) hanno rilevato che detta ibridazione ricadrebbe all'interno della categoria dei “*transferable security*”³⁶⁸; conclusione condivisa anche da una parte della dottrina per la presenza del requisito delle negoziabilità dello strumento e della partecipazione ai profitti da parte dei consumatori/investitori, nonostante la compresenza di una componente di utilità e di pagamento dei *token* “*PQTs*”³⁶⁹.

Tale conclusione però finisce per regolare come strumento finanziario anche quella componente che riflette una componente di pagamento, in contrapposizione al disposto di cui all'art. 4, par. 1, punto 44, della direttiva MiFID II, che espressamente esclude gli strumenti di pagamento dalla categoria dei valori mobiliari.

È evidente che, in tali casi, appare tutt'altro che agevole trovare una soluzione esegetica che riesca a contemperare le diverse situazioni giuridiche soggettive ascrivibili ai detentori di tali *assets* (che, in tali casi, cumulerebbero ad esempio la posizione dell'azionista, quella del consumatore e quella del titolare di uno strumento di pagamento).

Non sembra però che si possa giungere ad una conclusione condivisibile, facendo generalmente ricorso al criterio della prevalenza, i cui indici di rilevanza con difficoltà si potrebbero misurare con quei *token* che strutturalmente presentano i tre distinti frammenti di utilità, di pagamento e di investimento.

Una soluzione potrebbe ancora essere quella di percorrere la strada della combinazione delle distinte discipline relativamente applicabili alle singole situazioni giuridiche derivanti dalla detenzione del *token* medesimo: in tal modo, ad esempio, il diritto di voto o alla percezione degli utili sarebbe regolato dalla disciplina societaria (artt. 2350-2351 c.c.), quello alla conformità dei beni o servizi forniti – nella prospettiva qui adottata – dalla nuova direttiva (UE) 2019/770 del 20 maggio 2019, e, quello all'impiego della criptovaluta, come strumento di pagamento, dalle regole convenzionalmente pattuite dalle parti.

³⁶⁸ Cfr. ESMA, *Annex 1. Legal qualification of crypto-assets-survey to NCAs*, cit.

³⁶⁹ G. FERRARINI – P. GIUDICI, *Transferable Securities and the Scope of the Prospectus Regulation, The Case of ICOs*, *op.cit.*, 138.

CAPITOLO III

TECNICHE DI TUTELA DEL CONSUMATORE DI UTILITY TOKEN

3.1 L'esigenza di tutela nei suoi due livelli: un quadro generale

Come anticipato, molteplici sono i rischi allocati in capo al consumatore che aderisce all'offerta di *crypto-assets*³⁷⁰: tra questi v'è anche l'"*assenza di tutele legale e contrattuali*", in più occasioni sottolineata da molte autorità europee e nazionali ³⁷¹.

A ben vedere, però, non pare debba parlarsi di una *totale* assenza di rimedi a garanzia dei consumatori coinvolti nell'attività sollecitatoria, dovendosi prima valutare l'applicazione degli strumenti già previsti dalla disciplina consumeristica; il tema però non è stato ancora diffusamente esaminato dagli studiosi del diritto.

Anche nel contesto dei *token* di utilità, al pari di quanto sottolineato da autorevole dottrina nel campo dei valori mobiliari, la tutela del consumatore-risparmiatore sembra operare su due livelli: prima di tutto, in relazione alla fase preordinata al perfezionamento dell'accordo, che necessita di una "*tutela procedimentale indifferenziata*" attinente al rapporto generico di massa fra l'operatore economico e il pubblico dei consumatori-risparmiatori e, in secondo luogo, in relazione all'acquisto definitivo del titolo digitale, in cui dovrebbe operare una "*tutela procedimentale individualizzata*"³⁷², relativa ai diritti del singolo aderente.

Rispetto al primo livello, va evidenziato che da tempo è stata messa in discussione l'utilità degli obblighi informativi a carico dell'operatore economico ai fini della tutela degli oblati; ciononostante, il legislatore europeo intende fondare la protezione degli aderenti sulla pubblicazione di un "*white paper*", rendendo di nuovo attuali i tradizionali dibattiti che erano sorti in tema di

³⁷⁰ Solo per ricordarne alcuni, vale qui richiamare l'assenza di sistemi che impongono all'emittente un regime di separazione patrimoniale tra la situazione patrimoniale dell'ente e le somme raccolte (o anche tra quest'ultime e quelle derivanti da altre operazioni); nonché la mancanza di dispositivi di *governance* che eliminano o attenuano i conflitti di interesse, oppure, ancora, di sistemi di sicurezza contro gli *hackeraggi* volti a sottrarre i corrispettivi ricevuti dall'emittente o dal fornitore dei servizi coinvolto.

³⁷¹ Si v., fra tutti, il comunicato della Consob e della Banca d'Italia del 28 aprile 2021, che segnala tra i rischi legati al fenomeno delle cripto-attività "*la scarsa disponibilità di informazioni in merito alle modalità di determinazione dei prezzi; la volatilità delle quotazioni; la complessità delle tecnologie sottostanti; l'assenza di tutele legali e contrattuali, di obblighi informativi da parte degli operatori e di specifiche forme di supervisione su tali operatori nonché di regole a salvaguardia delle somme impiegate*".

³⁷² Così V. ROPPO, *Offerte al pubblico di valori mobiliari e tecniche civilistiche di protezione dei risparmiatori-investitori*, op.cit., 202-203.

prospetto informativo. Questo profilo, come meglio sarà osservato, non va però enfatizzato, giacché, in ragione della funzione di consumo degli *utility token* e della modalità della loro vendita, altri obblighi informativi per l'operatore economico potrebbero comunque discendere dalla disciplina euro-unitaria sui contratti a distanza *ex art. 6* della direttiva 2011/83/UE; disciplina che pare rimanere applicabile alle operazioni cronologicamente antecedenti alla prospettata adozione del regolamento MiCA e comunque a quelle che saranno esenti dall'obbligo di pubblicazione del *white paper*; il che suggerisce di concentrarsi non tanto sulla questione se sia utile o meno l'imposizione di gli obblighi informativi ai fini di tutela del consumatore, ma piuttosto di volgere l'attenzione su uno dei principali "limiti" della proposta MiCA in materia, ossia l'allocatione dell'onere probatorio in capo al consumatore per la responsabilità "da *white paper*", anche in difetto di un controllo *ex ante* sul documento preliminare all'offerta.

Con riguardo al secondo livello, occorre chiedersi se, nei casi non (ancora) coperti dall'iniziativa regolamentare, il consumatore possa invocare il diritto di recesso dal contratto *ex art. 9*, dir. 2011/83, o se invece il relativo acquisto possa essere ricondotto in una delle eccezioni al diritto di pentimento (come quella di cui all'art. 16, lett. b, prevista per la fornitura di beni o servizi il cui prezzo è legato a fluttuazioni nel mercato finanziario, o quella *ex art. 16*, lett. m), per la fornitura di contenuto digitale eseguita con l'accordo espresso di rinuncia a tale diritto).

Inoltre, al di là del suindicato diritto di recesso, occorre valutare se possa approntarsi un regime di tutela anche in ordine alla sussistenza e alla conformità dei beni/servizi sottostanti ai *token* di utilità forniti agli aderenti: in quest'ottica, come si vedrà, la qualificazione di tali *assets* come contenuti/servizi digitali alla stregua della direttiva 770/2019/UE attribuirebbe ai consumatori la facoltà di recedere nel caso di mancata fornitura del contenuto digitale e il diritto al ripristino della conformità o, in via subordinata, alternativamente alla riduzione del prezzo o alla risoluzione del contratto in caso di difetto di conformità.

3.2 La tutela rimediabile tramite gli obblighi di *disclosure* secondo la Proposta MICA e le iniziative dei *regulators*

È superfluo sottolineare che tra i rischi connessi al fenomeno in parola vi sia quello delle asimmetrie informative tra l'emittente e i destinatari della sollecitazione, i quali si limitano, senza alcuna trattativa, ad aderire ad essa³⁷³.

³⁷³ La letteratura internazionale sulle asimmetrie informative è vastissima, a partire, fra tutti, dagli studi di G.A. AKERLOF, *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1970, 84, 488, ss., basati su modelli microeconomici connotati da informazione asimmetrica tra due parti di specifici rapporti (come il mercato delle macchine usate); modelli poi valorizzati per dimostrare i *markets failures*, specie con riguardo ai mercati finanziari e del lavoro, da C. JENSEN – W.H. MECKLING, *Theory of the*

Molti sono infatti i fattori che in tali rapporti accentuano in modo decisivo il *deficit* informativo del consumatore, come, a titolo di esempio, la singolare complessità tecnica dell'innovazione digitale coinvolta, la novità delle *start-up* che si affacciano al settore, il sostanziale *pseudononimato* nelle transazioni su *blockchain* o l'assenza di un quadro regolamentare chiaro³⁷⁴.

Per far fronte a tale problema, la Proposta MiCA tenta di approntare un regime di tutela anticipata tramite gli obblighi di *disclosure* posti a carico dell'emittente. L'approccio della Proposta, nella regolazione del fenomeno, non pare particolarmente innovativo; innanzitutto, perché, come anticipato, rende obbligatorio uno strumento che spesso accompagna volontariamente, sia pure con forme e contenuti di volta in volta eterogenei, le offerte di taluni *assets* diffusi fra il pubblico e, inoltre, in quanto alcune Autorità nazionali avevano, seppure in forma embrionale, già delineato i tratti salienti del *white paper*.

In Italia, l'obbligatorietà del *white paper* era già stata presa in considerazione nell'iniziativa condotta dalla Consob, con il citato Documento per la Discussione del 19 marzo 2019 sulle offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività. Secondo l'*Authority* italiana un approccio idoneo a bilanciare i diversi interessi in campo è “quello di non prevedere requisiti organizzativi/patrimoniali” e di concentrare “invece l'attenzione sulla trasparenza”, mediante la pubblicazione di un *white paper* contenente informazioni sugli “elementi sull'operazione (utilità dei token, impegno delle risorse, rendimenti ecc.), sulle cripto-attività (numero, valorizzazione, sistemi di incentivi, negoziabilità ecc.) e sulle piattaforme di exchanges su cui le cripto-attività saranno negoziate”.

Anche l'Autorità di vigilanza svizzera, con la citata “Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle *initial coin offering (ICO)*” aveva elaborato un allegato contenente i requisiti informativi minimi che devono accompagnare tali offerte e, non diversamente, l'Autorità tedesca prima, con il comunicato del 15 novembre 2017³⁷⁵, e quella

Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in *Journal of Financial Economics*, 1976, 3, 305-360; e da J.E. STIGLITZ, *The efficiency Wage Hypothesis, Surplus Labour and the Distribution of Income in L.D.C.s*, in *Oxford Economic Papers*, 1976, 28, 185-207 che estese gli studi sulle *hidden information* a molti altri settori dell'economia; si v. pure K.J. ARROW, *Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care*, in *American Economic Review*, 1963, 53, 941-973, benché nel suo lavoro sull'*equilibrium theory*, non sembra siano prese in considerazione i problemi delle asimmetrie informative.

³⁷⁴ Cfr. T. DAVYDIUK – D. GUPTA – S. ROSEN, *De-crypto-ing signals in Initial Coin Offerings: Evidence of rational token retention*, Carnegie Mellon University Working Paper, 2018, reperibile al seguente indirizzo: <https://www.lebow.drexel.edu/>, i quali sottolineano anche che “The market is opaque because there are neither intermediaries nor face-to-face interactions between ICO investors and entrepreneurs”.

³⁷⁵ BAFIN, *Initial coin offerings: High risks for consumers*, 17 novembre 2017, reperibile al seguente indirizzo: <https://www.bafin.de/>.

inglese dopo, mediante la “*Guidance on Cryptoassets*” del luglio 2019³⁷⁶, avevano sottolineato il rischio dell’assenza di informazioni credibili per i consumatori e gli investitori *retail*.

A far da sfondo a tali interventi sembra vi sia l’assunto – forse ingenuo se isolatamente considerato – secondo cui può equilibrarsi il naturale disallineamento informativo tra le parti, imponendo all’emittente l’obbligo di fornire informazioni; di talché, i potenziali acquirenti di *crypto-assets*, sovente non in grado di acquisire autonomamente le informazioni necessarie per un’adesione effettivamente consapevole all’offerta, dovrebbero essere informati in ordine alle caratteristiche, alle funzioni e ai rischi connessi ai *token* che intendono acquistare.

Ciò che qui preme segnalare è che, anche con riguardo all’emissione di *utility token*, la proposta di regolamento prevede che l’emittente possa procedere all’offerta pubblica solo dopo aver, tra gli altri requisiti, notificato all’Autorità competente dello Stato membro e pubblicato sul proprio sito *web* il relativo *white paper*, con un contenuto predeterminato ai sensi dell’art. 5, par. 1, salve le esenzioni ivi previste³⁷⁷; benché a tale notifica non faccia seguito un’approvazione in via preventiva da parte dell’Autorità.

3.2.1 *Voluntary o mandatory disclosure: un dibattito tradizionale...*

Nel prevedere l’obbligatorietà del *white paper*, l’iniziativa regolamentare non poteva non essere attratta nel tradizionale dibattito, sviluppatosi soprattutto con riguardo ai mercati finanziari, relativo ai benefici ed ai limiti dell’introduzione di un regime di trasparenza obbligatoria.

È da tempo, infatti, che in dottrina si esprimono dubbi sull’effettiva utilità della *disclosure regulation*³⁷⁸ e, in particolare del tradizionale prospetto informativo, ai fini di tutela dell’investitore al dettaglio³⁷⁹. Dopo i primi studi

³⁷⁶ FCA, *Guidance on Cryptoassets, Consultation paper*, gennaio 2019, reperibile al seguente indirizzo: <https://fca.org.uk>; e, nello stesso senso, si veda l’AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS (AMF), *Discussion Paper on Initial Coin Offerings (ICOs)*, 26 October 2017, in <https://www.amf-france.org/>. Di recente, a segnalare l’importanza dell’informazione connessa al fenomeno delle cripto-attività è stato anche il Comitato economico e sociale europeo con il parere dello scorso 24 febbraio 2021 reso, tra l’altro, sulla proposta MiCA.

³⁷⁷ È infatti previsto che detto regime pubblicitario non si applichi al caso in cui “*the offer concerns a utility token of a good or service which exist or is in operation*” (art. 4, par. 3, lett. ca) e quando “*the holder of the crypto-assets has only the right to use them in exchange for goods and services in a limited network of merchants with contractual arrangements with the offeror*” (art. 4, par. 3, lett. cb). È però anche vero che, a norma dell’art. 4a MiCA, non si può dar luogo ad ammissione di un *crypto-asset* “*diverso*” ad una piattaforma di negoziazione se non si sia notificato e pubblicato il relativo *white paper*.

³⁷⁸ Si v. O. BEN-SHAHAR – C.E. SCHNEIDER, *The Failure of Mandated Disclosure*, 159, *University of Pennsylvania Law Review*, 649, 679 ss.; L. LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, Little, Boston-Toronto, Brown and Company, 1983, 154 ss.

³⁷⁹ Per una rassegna del dibattito formatosi negli Stati Uniti, a partire dagli anni ’70, cfr. T.A. PAREDES, *Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Security*

empirici, volti a dimostrare che l'obbligo del prospetto non produce effettivi positivi, né sul piano della raccolta dei capitali, né su quello della redditività degli utenti, non sono mancate tesi favorevoli alla *deregulation*³⁸⁰.

Nella prospettiva della *voluntary disclosure*, è stato evidenziato che la produzione di informazione al pubblico genera dei costi, sia diretti che indiretti³⁸¹, al punto da creare delle barriere all'ingresso al mercato per i nuovi emittenti non capaci di poterne sostenere il peso³⁸² e, in modo particolare, per le piccole e medie imprese³⁸³.

Tali costi, dunque, renderebbero più onerosa la raccolta di capitale, con notevoli refluenze sugli investitori che, in ultima analisi, finirebbero per sopportarne il peso. Al contrario, l'assenza della *mandatory disclosure* consentirebbe piuttosto all'emittente di produrre spontaneamente la quantità di informazioni idonea a segnalare al mercato la qualità dei propri prodotti, senza appesantire il costo della raccolta con informazioni sovrabbondanti e pregiudizievoli per l'utilità individuale degli investitori.

Né, peraltro, si sottolinea, è empiricamente dimostrato che, in assenza di un regime di trasparenza obbligatoria, le società diano meno informazioni rispetto a quelle socialmente ottimali o che i benefici derivanti da tale sistema superino i costi che questo determina³⁸⁴. E, d'altra parte, non è neppure provato che i *regulators* siano in grado di creare un sistema ottimale di informazione obbligatoria³⁸⁵; anch'essi, infatti, al pari degli investitori a razionalità limitata,

Regulation, Washington University Law Review, 2003, 81, 417 ss. Sul punto, si v. anche C. MOTTI, *La disclosure nel crogiuolo della finanza comportamentale: il caso dei prospetti informativi*, in M. BERTANI – M. LORIZIO – C. MOTTI, *Modelli e tecniche di tutela dell'investitore*, 2019, Milano, FrancoAngeli, 65, 70.

³⁸⁰ Cfr. R. ROMANO, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, in *Yale Law Journal*, 1998, 107, 2359 ss.

³⁸¹ Sulla distinzione cfr. F. EASTERBROOK – D. FISCHER, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, in *Virginia L. Rev.*, 1984, 70, 707-708; G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le Pmi: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, in *AGE*, 2013, 1, 203; L. ENRIQUES – S. GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation*, ECGI, Law Working Paper n. 252/2014, 19, in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2423768; C. LEUZ – P.D. WYSOCKI, *The Economics of Disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence and Suggestions for Future Research*, in *Journal of Accounting Research*, 2016, 2, 525-622, disponibile anche in <https://ideas.repec.org/a/bla/joares/v54y2016i2p525-622.html>;

³⁸² F. EASTERBROOK – D. FISCHER, *op.cit.*, 671. Sulla problematica v. G. FERRARINI – A. OTTOLIA, *Corporate Disclosure as a Transaction Cost: the case of SMEs*, 9, *European Review of Contract Law*, 4, 363 ss.

³⁸³ Con riguardo alle informazioni societarie, G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le Pmi: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, in *AGE*, 2013, 1, 204, ha evidenziato come “la produzione di informazioni implica economie di scala che fanno decrescere il costo in proporzione alla crescita delle dimensioni dell'impresa, sicché in genere le imprese maggiori informano meglio, mentre quelle minori possono trovare eccessivi i costi dell'informazione societaria”

³⁸⁴ Cfr. R. ROMANO, *op.cit.*, 2373.

³⁸⁵ Cfr. U. MORERA, *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in *AGE*, 2009, 77 ss.

potrebbero soffrire, nell'introduzione di un sistema regolamentare, di *bias* cognitivi, secondo l'insegnamento della *behavioral economics*³⁸⁶.

Ben lontano da questo approccio critico si pone la tesi tradizionale, la quale invece sottolinea i benefici derivanti da un regime di informazione obbligatoria. In particolare, la previsione di obblighi informativi nei mercati finanziari, come in tanti altri settori, è stata spiegata in virtù della compatibilità di tali interventi di *soft regulation* con i due principi cardini di molti ordinamenti giuridici: quello del libero mercato e quello dell'autonomia privata³⁸⁷. Ma a far da sfondo a tale tecnica di regolazione v'è anche l'assunto secondo cui fornire maggiori informazioni sia di per sé funzionale a far assumere alla parte meno avveduta del rapporto decisioni più consapevoli e, conseguentemente, a far funzionare con più efficienza i mercati³⁸⁸.

³⁸⁶ Le scelte degli agenti economici si discostano dal tradizionale modello della razionalità essendo piuttosto empiricamente influenzate da errori di ragionamento e di preferenza. Cfr. A. TVERSKY – D. KAHNEMAN, *Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, in *Science*, 1974, Vol. 185, No. 4157, 1124-1131; ID., *Extensional vs. intuitive reasoning: The conjunction fallacy in probability judgment*, in *Psychological Review*, 1983, 293 ss.; D. KAHNEMAN, *Heuristics and Biases. The psychology of intuitive judgment*, Cambridge, Cambridge University Press, 2001; R. KRAAKMAN, *Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay, in Reforming Company and Takeover Law in Europe*, a cura di G. FERRARINI – K.J. HOPT – J. WINTER – E. WYMEERSCH, 2004, 101; S.J. CHOI – A.C. PRITCHARD, *Behavioral Economics and the SEC*, 2003, *University of Michigan Law School*. Cfr. pure U. MORERA – E. MARCHISIO, *Finanza, mercati, clienti e regole... ma soprattutto persone*, in *AGE*, 2012, 1, 19 ss.; G. LIACE, *L'investitore tra deficit informativi e bias comportamentali*, *ivi*, 2018, 3, 445 ss.; C.E. PUPO, *Informazione, Capita Market Union e private placement*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2018, 3, 515 ss.; M. NOVARESE, *Educazione finanziaria e regolamentazione: riflessioni di economia cognitiva*, *ivi*, 2012, 1, 97 e ss.; M. MOTTERLINI – L. CANOVA – G. GIACOMINI, *Dalla neurofinanza all'economia della felicità. Nuovi paradigmi economici per cittadini consapevoli*, *ivi*, 2012, 1, 191 ss.; F. VELLA, *La finanza è bella: regole per viverla meglio*, *ivi*, 2012, 1, 216 ss.; R. CATERINA, *Psicologia della decisione e tutela del consumatore*, *ivi*, 2012, 1, 67 ss. Si vedano pure tutti i contributi contenuti in G. ROJAS – N. VARDI (a cura di), *Oltre il soggetto razionale, fallimenti cognitivi e razionalità nel diritto privato*, *Studies in Law and Social Science*, 1, Roma, Roma Tre-Press, 2014.

³⁸⁷ Vedi S. GRUNDMANN, *L'autonomia privata nel mercato interno, le regole d'informazione come strumento*, in *Eur. dir. priv.*, 2001, 256, 274; nello stesso senso cfr. O., BEN-SHAHAR – C.E. SCHNEIDER, *op.cit.*, 681; in tema v. pure F. DI PORTO, *Dai Big data la sfida alla regolazione degli obblighi informativi nel settore finanziario. Le disclosure mirate*, in E. CAPOBIANCO – F.G. VITERBO (a cura di), *MiFID II Innovazione finanziaria e rapporti con la clientela 2020*, reperibile in <https://www.researchgate.net/>.

³⁸⁸ Invero, com'è stato evidenziato, acquisite le informazioni necessarie ad una decisione consapevole, la perfetta razionalità degli agenti economici consentirebbe loro di fare scelte idonee a massimizzare le proprie utilità individuali e gioverebbe all'efficienza del mercato (v. M. JENSEN, *Some anomalous Evidence Regarding Market Efficiency*, in *Journal of Financial Economics*, 1978, 95 ss.; v. L. ZINGALES, *The Costs and Benefits of Financial Market Regulation*, ECGI Working Paper, n. 21/2004, il quale afferma, a pag. 3, "The case for better disclosure is clear: potential costs are limited, while benefits substantial"). Sulla portata relativa del concetto di efficienza, quale strumento da impiegare all'interno di ambiti definiti e per finalità prefissate, si v. F. DENOZZA, *La trasparenza garantita nei mercati finanziari: «prolegomeni» ad un'analisi costi/benefici*, in *Banca impr. soc.*, 2007, 2, 179 ss. Cfr. anche MESSORI M., *Informazione e mercati finanziari*, in *AGE*, 2006, 2, 203.

In particolare, è stato evidenziato che l'introduzione della trasparenza obbligatoria produce benefici su diversi fronti: costituisce una protezione per gli investitori e, in tal modo,

In questa prospettiva, si è argomentato anche sul presupposto che l'informazione assurge al rango di “*public good*”³⁸⁹, giacché, una volta diffusa, diviene di pubblico dominio, non potendosi escludere altri dall'accedervi, né determinandosi il suo perimento dopo l'utilizzo. Stante tale carattere³⁹⁰, si ritiene che la società *discloser* non possa che fornire meno informazioni rispetto a quelle socialmente ottimali³⁹¹. E, d'altro canto, in presenza di un intervento regolatore che fissa la quantità di informazione richiesta ad un livello socialmente ottimale, qualsiasi *discloser*, benché obbligato a comunicare più di quanto sia per lui ottimale, beneficia a sua volta del vantaggio di fruire delle informazioni rese da tutti gli altri operatori presenti sul mercato, in quanto anch'essi soggetti allo stesso regime obbligatorio³⁹².

3.2.1.1 (segue)... che ritorna attuale nel mercato dei *crypto-assets*

La questione si ripropone con riguardo alla nuova disciplina del *white paper* contenuta nella proposta MiCA: in particolare, se, da un lato, una parte della dottrina non ha sottaciuto dubbi in ordine all'effettività del regime di tutela degli aderenti all'offerta, in quanto, in assenza di un controllo *ex ante* dell'Autorità, il documento preliminare non sembra essere uno strumento idoneo a garantire un livello sufficiente di fiducia e protezione dei soggetti coinvolti³⁹³;

assicura il buon funzionamento, se non l'esistenza stessa, del mercato (v. J. SELIGMAN, *The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System*, 1983, 9, *The Journal of Corporation Law*, 1, anche reperibile al seguente indirizzo: <https://heinonline.org/>); risolve i tradizionali problemi di agenzia; e garantisce che i prezzi dei prodotti riflettano pienamente il valore delle informazioni rilevanti, in modo da far allocare con efficienza le risorse nel mercato (cfr. S. GROSSMAN, *The Information Role of Warranties and Private Disclosure About Product Quality*, in *Journal of Law and Economics*, XXIV, 1981, 461-88).

³⁸⁹ Cfr. J.C. JR. COFFEE, *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, in *Virginia Law Review*, 1984, 70, 722.

³⁹⁰ Cfr. R. RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 775 il quale, con specifico riguardo ai dati inseriti nei bilanci societari, mette in luce “il valore pubblico dell'informazione societaria”; si v. anche P. MONTALENTI, *L'informazione e il diritto commerciale: principi e problemi*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 4, 779.

³⁹¹ Cfr. L. ZINGALES, *op.cit.*, 19, a dire del quale “*When disclosure is voluntary it is more difficult to check compliance and even more difficult to punish firms who lie*”.

³⁹² Si v. M.B. FOX, *Regulating Public Offerings of Truly New Securities: First Principles*, in *Duke LJ* 2016, 66, 673, 701.

³⁹³ Si v. D.A. ZETZSCHE – F. ANNUNZIATA – D.W. ARNER – R.P. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance Strategy*, cit., 13, i quali affermano che “*We take issue with this approach: mere ex post enforcement and accountability through liability does not really seem sufficient to ensure adequate levels of integrity and confidence in the market. Customers receiving various versions of the white paper due to ex post interventions may find themselves confused. Only public authorities' ex ante review - coordinated by ESMA - can ensure a harmonized application of MiCA (...). We propose to clarify that an ex ante review by competent authorities must take place*”. E prima ancora della pubblicazione della proposta MiCA, nell'esaminare il fenomeno *de quo*, altri Autori, come S. ADHAMI – G. GIUDICI – S. MARTINAZZI, *op.cit.*, 22 chiarivano come i *white paper* “*have different lengths and information quality, and the mere presence of one such document as an attachment*

di tutt'altro avviso è invece un diverso orientamento, autorevolmente rappresentato³⁹⁴, che si mostra critico in ordine all'obbligatorietà del *white paper* nelle offerte al pubblico di tali *crypto-assets* e, in particolare, di *utility token*, prevista dalla proposta "MiCA".

Secondo quest'ultimo indirizzo, l'iniziativa regolamentare, piuttosto che creare un quadro normativo parallelo che riflette la disciplina della *mandatory disclosure* del tradizionale prospetto informativo, dovrebbe essere informata alla luce della *voluntary disclosure*, così da esentare da obblighi informativi ogni offerta pubblica relativa a tali *token* nei casi in cui "*the issuer is a blockchain startup, the entity issuing the tokens and the persons involved in the offering are clearly identified, and no intermediary is involved in the placing of the offering*"³⁹⁵. Ciò per diversi ordini di ragioni.

In primo luogo, stanti le numerose informazioni che dovranno contenere, i *white paper* saranno particolarmente lunghi e tecnicamente complessi, sì da non essere effettivamente utili per i piccoli investitori e per i consumatori che, verosimilmente, neppure presteranno attenzione alla loro lettura. In quest'ottica – si ritiene – il *white paper* sarà predisposto dall'emittente al solo fine di adempiere all'obbligo di notifica all'Autorità competente, così da esentare quest'ultimo, in caso di contenzioso, da un'eventuale responsabilità, indipendentemente da una conoscenza effettiva delle informazioni ivi contenute da parte degli aderenti all'offerta.

In secondo luogo, non si ritiene provato che un regime di *disclosure* obbligatorio possa realmente tutelare i piccoli investitori e, d'altro canto, si rinvia agli studi³⁹⁶ che dimostrano come gli investitori e i consumatori, per valutare la qualità del *token* da acquistare, sono soliti ottenere informazioni anche da fonti diverse dal documento informativo³⁹⁷. Peraltro, si sottolinea che, anche in difetto di un vincolo obbligatorio d'informazione, l'emittente avrebbe la possibilità di dimostrare al mercato la qualità e la serietà dell'offerta, fornendo spontaneamente le informazioni utili a formare il convincimento degli acquirenti.

Per tali ragioni, fra le altre, l'indirizzo in esame ritiene che la regolazione del fenomeno delle *ICOs* costituisca un'occasione per un ripensamento dei meccanismi di tutela dell'investitore, "*where general anti-fraud provisions are applied with well-defined private liability rules and burden of proof allocations,*

to the ICO announcement is not particularly valued by potential contributors, especially because these documents have no certification or audited features".

³⁹⁴ Cfr. G. FERRARINI – P. GIUDICI, *Digital Offerings and Mandatory Disclosure: a Market-based Critique of MiCA*, Law Working Paper n. 605/2021, August 2021, disponibile anche in <https://papers.ssrn.com/>.

³⁹⁵ Cfr. G. FERRARINI – P. GIUDICI, *Digital Offerings and Mandatory Disclosure: a Market-based Critique of MiCA*, *op.cit.*, 24.

³⁹⁶ Si v. S.T. HOWELL – M. NIESSNER – D. YERMACK, *op.cit.*

³⁹⁷ A titolo di esempio, mediante i canali: GitHub, Twitter, Telegram/Slack/Discord, Bitcoinwiki, Facebook, Bitcointalk.

*and startups are left free to signal their quality and develop their channels of communication with potential investors*³⁹⁸.

Benché tali rilievi critici mossi al regime di tutela degli oblati predisposto dalla proposta MiCA appaiano meritevoli di particolare attenzione, chi scrive ritiene di non poter condividere le conclusioni cui perviene l'indirizzo in esame³⁹⁹.

Anzitutto, nel richiamare il dibattito tradizionale sull'alternativa tra la *voluntary* o la *mandatory disclosure*, cui si è fatto appena cenno, occorre evidenziare e valorizzare alcuni profili di novità collegati al mercato dei *crypto-asset*. Com'è stato anticipato, infatti, le offerte al pubblico di *crypto-assets* sono basate su tecnologia *DLT* o, più in particolare, su *blockchain*: l'impiego di tale tecnologia garantisce con il registro distribuito l'impossibilità di una *double spending* e la tracciabilità della transazione, ma non sempre la corrispondenza tra coloro che utilizzano le chiavi crittografiche e i loro titolari effettivi; tali chiavi, che consentono l'utilizzo degli *assets*, possono sostanzialmente garantire l'anonimato⁴⁰⁰. Se a tale dato si aggiunge la circostanza che il documento preliminare volontariamente pubblicato spesso non fornisce, come anticipato, alcune informazioni essenziali sugli operatori coinvolti nella raccolta del risparmio, appare allora evidente come ciò possa generare un *vulnus* per la tutela dell'aderente all'offerta, il quale, nel caso in cui voglia azionare qualsiasi pretesa, prima ancora di individuare la giurisdizione cui rivolgersi, dovrebbe comprendere chi sia effettivamente il soggetto passivamente legittimato.

Tale circostanza trova riscontro nel fatto che, nei primi contenziosi inglesi in materia di *initial coin offerings* e di indebita sottrazione di criptovalute mediante fraudolento accesso ai portafogli digitali (*wallet*) degli utenti, le principali questioni esaminate sono proprio l'individuazione della legge applicabile e i soggetti effettivamente responsabili rispetto alle pretese attoree⁴⁰¹.

³⁹⁸ FERRARINI G. – GIUDICI P., *op.cit.*, 28.

³⁹⁹ Sia permesso il rinvio a S. CASARRUBEA, *Il ruolo del white paper sulle offerte al pubblico di crypto-attività alla luce della proposta MiCA*, in *ODC*, 2022, 1, 215-253 ss.

⁴⁰⁰ Non a caso l'utilizzo anonimo delle valute virtuali pone evidenti problemi di antiriciclaggio.

⁴⁰¹ Nella prima controversia (v. England and Wales High Court, Commercial Court, *Ion Science Ltd and Duncan Johns v Persons Unknown and others*, 21 dicembre 2020), i ricorrenti lamentavano l'indebita appropriazione di 64 *bitcoin* (circa sottratti 577 mila sterline) da parte di soggetti coinvolti in un'ICO fraudolenta, nonché di ignoti che si trovavano in possesso delle criptovalute impiegate.

Il secondo giudizio (England and Wales High Court, Commercial Court, *Fetch.ai Ltd and Fetch.ai Foundation v Persons Unknown and others*, 15 luglio 2021, in <https://www.bailii.org/>) riguarda invece un caso di *hackeraggio*, consistito nell'illegittima sottrazione da parte di ignoti di criptovalute depositate nei portafogli digitali degli utenti, mediante un accesso non autorizzato. In entrambi i giudizi, l'autorità giudiziaria ha affrontato altresì il tema della *lex situs*, ossia la legge del Paese in cui si trovano le criptovalute ai fini della legge applicabile: in particolare, benché la questione della giurisdizione esuli dal presente lavoro, le due pronunce hanno affermato che, trattandosi di azioni extracontrattuali, andava applicata la legge del luogo in cui il danno si era verificato *ex art. 4.1 del Reg. n. 864/2007 (c.d. Roma II)*,

In quest’ottica, sembra proficuo ritenere che l’esatta individuazione dell’emittente non possa che passare da un obbligo di *disclosure*, come del resto affermato dall’indirizzo qui criticato ove si fa riferimento all’importanza di individuare l’emittente sia pure in un regime di trasparenza volontaria; e, a quel punto, sarebbe il *white paper* a candidarsi come fonte principale per raccogliere in un unico documento tutte le informazioni rilevanti sull’operazione, ivi incluse quelle relative al creatore dei *token*, all’emittente, ad eventuali proponenti, se distinti da quest’ultimo, o altri partecipanti alla negoziazione secondaria.

In secondo luogo, non pare possa negarsi, come avviene in tanti altri settori del nostro ordinamento, che la previsione della pubblicazione delle informazioni essenziali con un contenuto predeterminato, consenta al consumatore la *comparabilità* delle rispettive offerte⁴⁰²; diversamente opinando, si darebbe luogo ad un’anarchia informativa, in cui l’emittente sarebbe libero di stabilire i tempi, la forma e il contenuto delle proprie comunicazioni.

Del resto, a chi scrive pare che l’assenza di vincoli informativi incentiverebbe i consumatori ad accedere ai molteplici servizi di consulenza sullo scambio di criptovalute, spesso poco affidabili e trasparenti; al contrario, invece la standardizzazione del documento potrebbe ridurre i costi di transazione⁴⁰³.

In quest’ottica, è stato evidenziato che la gran parte delle ICO – segnatamente, l’81% secondo taluni studi⁴⁰⁴ – anche in assenza di un regime regolamentare, è preceduta già di per sé dalla pubblicazione volontaria del *white paper*, il che permette di ritenere che i costi di divulgazione siano ben più bassi di quelli necessari per la redazione del prospetto informativo in materia di offerta al pubblico di prodotti finanziari⁴⁰⁵; d’altro canto, le piccole e medie imprese che non riuscissero a far fronte ai costi connessi alla pubblicazione del *white paper*

ossia, nella specie, il domicilio inglese del proprietario degli *assets*, escludendo invece una difficile analisi volta ad individuare il luogo “virtuale” in cui i beni circolavano. Per un commento alle pronunce, cfr. G. SANDRELLI, *Il contenzioso su criptovalute e initial coin offerings al vaglio della giurisprudenza inglese*, in *Rivista delle Società*, 2021, 5-6, 1446 ss.

⁴⁰² Cfr. M. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, Cedam, 2002, 48, il quale scrive “questa pretesa alla standardizzazione informativa si pone, a nostro avviso, l’obbiettivo di realizzare lo stato di consapevolezza dell’agire negoziale garantendo la confrontabilità tra prodotti e servizi”.

⁴⁰³ Cfr. C. SANDEI, *L’offerta iniziale di cripto-attività*, cit., 119 ss., la quale ritiene possa essere utile, tra le possibili soluzioni al problema dell’analfabetismo del mercato, l’operatività di un *audit* specialistico sul codice informatico impiegato nell’ICO, sulla scorta dell’ordinamento maltese; quest’ultimo, infatti, obbliga l’emittente a predisporre, in aggiunta al *white paper* ex art. 4 del *Virtual Financial Asset Act* del 2018, anche una certificazione redatta da un soggetto qualificato e indipendente (c.d. *System Auditor*), autorizzato dalla *Malta Digital Innovation Authority*, diretta ad attestare che la tecnologia impiegata nell’operazione sia rispettosa degli *standard* di sicurezza vigenti.

⁴⁰⁴ Cfr. S.T. HOWELL – M. NIESSNER – D. YERMACK, *op.cit.*, 23.

⁴⁰⁵ Nello stesso senso v. S.L. FURNARI, *ICO in Italia: applicabilità della disciplina sull’equity crowdfunding e suoi potenziali benefici*, *op.cit.*, 143, 153. Ma si v. anche M. OFIR – I. SADEH, *Empirical Findings, Information Asymmetry, and the Appropriate Regulatory Framework*, in *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, 53(2), 590.

potrebbero progettare un'operazione che permetta di ricondurla ad una delle esenzioni previste, per ognuna delle tre categorie di *assets*, dalla disciplina eurounitaria⁴⁰⁶.

Va inoltre considerato che la pubblicazione obbligatoria del *white paper* non sostituirebbe ma si aggiungerebbe agli altri canali informativi che spontaneamente l'emittente voglia impiegare per segnalare e promuovere la qualità della propria offerta (si pensi, per esempio, agli *ICO rating providers*, i quali sono considerati utili canali comunicativi). E, in questa prospettiva, è stato evidenziato che v'è maggiore probabilità di successo dell'operazione quanto più vi sia trasparenza sui dati relativi all'offerta, pubblicati tramite diversi canali⁴⁰⁷, ancorché il *white paper* rimanga, secondo parte della dottrina⁴⁰⁸, quello principale. Tale dato sembra suggerire che il documento preliminare possa contribuire, di concerto con le altre fonti di informazione, alla buona riuscita dell'operazione⁴⁰⁹ e che, in definitiva, permetta il funzionamento stesso del mercato⁴¹⁰: invero, anche secondo le tesi tradizionali sopra evidenziate, l'intervento regolatore si giustifica, fra l'altro, in quanto i prezzi degli *assets* offerti riflettono le informazioni disponibili in un dato momento storico relative al singolo emittente e al sistema nel suo complesso, sì da consentire l'incontro tra domanda e offerta e la realizzazione dello scambio⁴¹¹.

⁴⁰⁶ Del resto, come sottolineato dal 4° *considerando* della proposta MiCA, l'assenza di un quadro generale dell'Unione, in particolare, in materia di informazione e, in generale, del mercato dei *crypto-assets* potrebbe portare gli utenti a non avere fiducia in tale settore, ostacolando lo sviluppo del mercato stesso e conducendo, in definitiva, alla perdita di opportunità per coloro che erogano servizi digitali innovativi o predispongono strumenti di pagamento alternativi o per le imprese che cercano nuove fonti di finanziamento.

⁴⁰⁷ Sul punto cfr. CHEN K., *op.cit.*, 1-11.

⁴⁰⁸ Cfr. D. FLORYSIK – A. SCHANDLBAUER, *The information content of ICO white papers*, University of Southern Denmark Working Paper, 2019, in <https://efmaefm.org/>, secondo i quali “*ICOs still rely primarily on their white papers to convey information to attract potential investors*”.

⁴⁰⁹ Cfr. P. ROOSENBOOM – T. VAN DER KOLK – A. DE JONG, *What determines success in initial coin offerings?*, in *Venture Capital* 2020, vol. 22, No.2, 161-183, che precisano “*We find that projects that disclose more extensive information to investors (i.e. have a higher profile rating) are more successful in fundraising*”; S. ZHANG – W. AERTS – L. LU – H. PAN, *Readability of token whitepapers and ICO first-day return*, in *Economics Letters*, 180, 2019, 58-61; T. BOURVEAU – E.T. DE GEORGE – A. ELLAHIE – D. MACCIOCCHI, *op.cit.*, 11 ss.

⁴¹⁰ Sul punto cfr. la riflessione di C. ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, Giuffrè, 2016, 71, nt. 36, “*in effetti per il giurista positivo non è tanto questione se i mercati finanziari siano realmente efficienti, quanto se la loro disciplina sia dettata come se lo siano*”. Cfr. R. SENIGAGLIA, *Informazione contrattuale nella net economy e trasparenza del mercato*, in *Eur. dir. priv.*, 2002, 229, 263, che scrive come “*la conoscibilità e la trasparenza delle operazioni e dei prodotti diventano così funzionali all'efficienza dell'economia di mercato: solo la presenza di un ambiente informativo strutturato può rendere il contraente “coraggioso” e “fiducioso” nei confronti di un settore prima d'ora estraneo al suo operare*”.

⁴¹¹ Cfr. F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Milano, Cedam, 2011, 124, sia pure con riferimento agli strumenti finanziari. Si v. pure S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Napoli, Edizioni Scientifiche italiane, 2000, 15, la quale argomenta “*l'informazione è uno strumento essenziale*”.

Peraltro, non può sottacersi che molti ordinamenti, indipendentemente dall'iniziativa europea, hanno predisposto, a livello nazionale, degli obblighi di trasparenza *ad hoc* a carico dell'operatore economico: valga qui richiamare la disciplina introdotta, con una fonte di rango primario, dal legislatore francese⁴¹², che ha previsto, per l'"*offre au public de jetons*", la redazione obbligatoria di un documento standard da sottoporre al visto dell'*Autorité des Marchés Financiers* prima della sua pubblicazione⁴¹³; allo stesso modo, anche il legislatore maltese e quello sanmarinese, nel disciplinare le offerte di tali *assets* al pubblico – il primo, con il "*Virtual Financial Asset Act*" (art. 3, L. n. 44 del 4 luglio 2018), e il secondo, con l'art. 10, del D.D. 23 maggio 2019 n. 86, in abrogazione e sostituzione del precedente D.D. n. 37 del 2019 – hanno introdotto la predisposizione di un *white paper* da sottoporre alle rispettive autorità di regolazione prima dell'offerta.

Ciò, dunque, a dimostrazione del fatto che il documento in parola sia una componente inscindibile, integrando il primo "momento", come si diceva all'inizio, dell'operazione, anche secondo le legislazioni che, prima della proposta euro-unitaria, hanno iniziato a regolare il fenomeno.

3.2.1.2 (segue) l'irrilevanza del dibattito nel mercato dei *crypto-assets* in ragione degli obblighi informativi di cui alla direttiva 2011/83/UE

Considerato questo quadro, il dibattito sopra richiamato deve essere ora arricchito con un'ulteriore considerazione che, a ben vedere, ne fa in fondo perdere la rilevanza: le operazioni cronologicamente antecedenti alla possibile adozione del sistema MiCA, nonché quelle esenti dall'obbligo del *white paper*, non sembrano ricadere in un vuoto normativo, potendosi a queste applicare, secondo chi scrive, gli obblighi informativi che discendono dall'art. 6, della direttiva 2011/83/UE (art. 49, cod. cons.).

Il dato sembra trovare conferma nel considerando n. 16a della suindicata iniziativa regolamentare, nel quale si prevede che, nelle relazioni tra imprese e

per l'incontro tra domanda e dell'offerta dei prodotti finanziari sul mercato e quindi per la determinazione del loro prezzo"; v. anche M. DE POLI, *op.cit.*, 58.

⁴¹² Per una definizione dei *token (utility)* e sul contenuto del *white paper* regolati dal legislatore d'oltralpe cfr. gli artt. L. 552-2 e ss. del *Code monétaire et financier* francese, come modificato dalla L. n. 486 del 2019 (c.d. *Pacte Act*). In seguito, l'AMF, a norma dell'articolo 712-2 del *Règlement général*, ha precisato che il documento deve contenere "*toutes les informations sur l'émetteur de jetons et sur l'offre de jetons projetée nécessaires pour permettre aux souscripteurs de fonder leur décision d'investissement et de comprendre les risques afférents à l'offre*"; inoltre, si richiede, espressamente, "*une description détaillée du projet de l'émetteur de jetons, de l'offre de jetons, des raisons de l'offre et de l'utilisation prévue des fonds et des actifs numériques recueillis dans le cadre de l'offre*".

⁴¹³ BARRIÈRE F., *Fintech regulation in France*, in *Diritto del Fintech*, a cura di M. CIAN – C. SANDEI, Milano, Cedam, 2020, 497 ss. Sul confronto tra l'approccio regolatore italiano e francese cfr. pure P. CARRIÈRE, *Initial Coin Offerings (ICOs): Italia-Francia, due approcci regolatori a confronto*, *op.cit.*

consumatori, rimangono comunque applicabili le disposizioni di cui alla direttiva 2011/83/UE, nonché quelle delle direttive 2005/29/CE e 93/13/CEE, concernenti le clausole abusive nei contratti stipulati con i consumatori, compresi gli obblighi di informativa ivi contenuti⁴¹⁴.

Come si è detto, infatti, l'adesione ad un'offerta di *utility token* pare dare luogo ad un contratto a distanza tra un operatore economico e un consumatore, atteso che lo stesso interviene, nel quadro di un regime organizzato di vendita e di prestazioni di servizi a distanza, senza la presenza fisica e simultanea delle parti, mediante l'impiego di mezzi di comunicazione a distanza *ex art. 2, par. 7, Direttiva 2011/83* (come il sito *web* o i *software* applicativi dell'emittente).

Appare qui superfluo indugiare diffusamente sulle qualifiche soggettive delle parti contrattuali coinvolte: l'emittente agilmente può essere ricondotto nel novero del professionista che, ancorché durante la raccolta di capitali esegua un'attività prodromica a quella imprenditoriale in senso stretto, agisce comunque nell'esercizio della propria attività commerciale ai sensi dell'art. 3, par. 1, lett. c), cod. cons.; mentre l'aderente, quale persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale, può assumere la qualifica di consumatore *ex art. 3, par. 1, lett. a), cod. cons.*, quando acquisti un titolo crittografato che dà accesso a beni o servizi di consumo; né sembra che quest'ultimo dato possa essere messo in discussione dall'eventuale circostanza che questi possano ottenere una remunerazione dalla rivendita del *token* nei mercati secondari: come sopra meglio precisato, infatti, non pare che la sola negoziabilità del *token* di utilità metta in discussione la concreta funzione di consumo sottesa al suo acquisto, una volta che il consumatore ottiene il diritto di accedere a beni o servizi predisposti dall'emittente.

Se così è, sembra allora che il dibattito sull'utilità o meno del *white paper* perda di significato, in quanto, anche a voler considerare superflua la relativa previsione obbligatoria del *white paper* di cui alla Proposta MiCA, l'emittente di *token* di utilità sarebbe comunque tenuto a rispettare gli obblighi di informazione nei contratti a distanza a norma dell'art. 49 cod. cons.: e, dunque, fra l'altro, dovrebbe comunicare, prima del perfezionamento del contratto, le “*caratteristiche principali dei beni o dei servizi*”, “*l'identità del professionista*”,

⁴¹⁴ In tal modo, il rapporto tra i suindicati apparati normativi sembra seguire le logiche dell'alternanza tra *rules* e *standards*: le operazioni cronologicamente antecedenti alla possibile adozione delle *rules* del sistema MiCA e quelle esenti dalla sua applicazione sarebbero comunque soggette alle più generali disposizioni di cui alla direttiva 2011/83/UE e delle direttive 2005/29/CE e 93/13/CEE. Sul dibattito su *rules* e *standards* cfr. F. DENOZZA, *Norme, principi e clausole generali nel diritto commerciale: un'analisi funzionale*, in *ODC*, 2013, I, 1 ss.; A. ANAND, *Rules v. Principles as Approaches to Financial Market Regulation*, in *Harvard International Law Journal*, vol. 49, 2008; J. WUESTERMAN – S. WUESTERMAN, *Why Consistency of Accounting Standards Matters: A Contribution to the Rules-Versus-Principles Debate in Financial Reporting*, in *Abacus*, vol. 46, 2010, 1.

“l’indirizzo geografico dove il professionista è stabilito”, “il prezzo totale dei beni o dei servizi” ecc.

Per tali ragioni, pare utile concentrarsi non tanto sull’utilità o meno degli obblighi di *disclosure*, ma piuttosto sul (non) “controllo” dell’Autorità di vigilanza in ordine alla notifica del documento preliminare, nonché sulla rilevanza giuridica che potenzialmente lo stesso potrebbe assumere: il rischio infatti è che la comunicazione all’Autorità di vigilanza finisca per giocare un ruolo discrezionale per la valutazione della responsabilità dell’emittente in caso di giudizio instaurato per il difetto o la falsità delle informazioni ivi contenute (§ 3.2.2); ancor più se si consideri che la proposta MiCA alloca in tali casi l’onere della prova in capo al consumatore (§ 3.2.3).

3.2.2. L’assenza di “controllo” dell’Autorità di vigilanza sulle offerte di *utility token*

Come anticipato, in seno alla proposta MiCA, con riguardo ai *token diversi* (inclusi quelli di utilità), opera un regime di operatività più agile, essendo sufficiente, salvo le esenzioni previste, la notifica del documento all’Autorità di vigilanza prima dell’offerta al pubblico; ad essi non si estende il diverso e più rigoroso regime autorizzativo previsto invece per le altre categorie di *crypto-assets*⁴¹⁵.

Sul fronte degli interventi *ex post*, la proposta “MiCA”, invece, con riferimento alle tre categorie di *crypto-assets*, riserva all’Autorità competente dei poteri di vigilanza e di indagine da esercitare nei confronti dell’emittente: alcuni meno invasivi, come la richiesta di informazioni e di documenti o quella di inserire indicazioni aggiuntive nel relativo *white paper* (art. 82), altri invece più severi, come il potere di sospendere l’offerta per un massimo di trenta giorni (allorché vi siano ragionevoli motivi di ritenere violata la relativa normativa e, nei casi più gravi), di vietarla o, se già iniziata, ordinarne la cessazione immediata.

Tale controllo *ex post* è stato ritenuto da una parte della dottrina non sufficiente a garantire adeguati livelli di integrità e fiducia nel mercato, soprattutto con riguardo a quei tipi di *token*, come gli *utility*, per i quali non è

⁴¹⁵ Per i *token* collegati ad attività – in cui si ravvisa il regime più rigoroso per l’emittente, anche per le potenziali refluenze che la diffusione fra il pubblico di tali *assets* potrebbe avere sulla stabilità finanziaria dell’Unione – l’offerta e il correlato documento informativo sono condizionate all’ottenimento di un’autorizzazione preventiva da rilasciare a seguito di un controllo eseguito sul terreno della legittimità e non del merito. Con riguardo agli *e-money token*, invece, detto procedimento autorizzativo non pare riguardare propriamente l’offerta e il relativo *white paper*, ma piuttosto l’emittente stesso, il quale, come anticipato, deve essere autorizzato quale ente creditizio o istituto di moneta elettronica ai sensi dell’art. 2, punto 1, della direttiva 2009/110/CE.

prevista un'approvazione *ex ante*, sia pure di legittimità, del documento preliminare⁴¹⁶.

Ad opinione di chi scrive, assoggettare ad un'autorizzazione preventiva l'offerta dei *token* di utilità potrebbe appesantire eccessivamente, fino ad inibire, le iniziative imprenditoriali operanti nel settore; né, d'altro canto, apparirebbe utile se si considera che la disciplina di cui all'art. 6, dir. 2011/83 (o all'art. 49 cod. cons.)⁴¹⁷ – che, sul fronte della trasparenza, potrebbe trovare applicazione al fenomeno in esame – non prevede alcuna autorizzazione pubblicistica in punto di obblighi informativi resi prima della stipulazione del contratto a distanza.

Va inoltre considerato che tali *token* sono fra quelli che più presentano un contenuto tendenzialmente disomogeneo, il che induce a preferire un regime meno rigoroso che meglio si attagli alle diverse particolarità dei *crypto-asset* offerti. Al contrario, una generalizzata ed indistinta estensione del regime di approvazione *ex ante* del documento per tutte le categorie di *assets* non sarebbe coerente con le distinte caratteristiche dei valori digitali coinvolti: si pensi, per esempio, alla circostanza che difficilmente gli *utility token* potrebbero avere, per la loro natura, le stesse incidenze sulla stabilità finanziaria e sulla politica monetaria dell'Unione proprie degli *stablecoin* sopravvisti. Non a caso la stessa Proposta sottolinea di essere pienamente in linea con la relazione finale dell'“*High Level Forum on the Capital Markets Union*”⁴¹⁸, che invita la Commissione Ue ad una regolamentazione ed una vigilanza differenziata a seconda delle caratteristiche e dei rischi insiti ai diversi *crypto-assets*.

Va però detto che tuttora non risultano precisati i criteri di valutazione e i margini di discrezionalità a cui la relativa Autorità di vigilanza farà ricorso per il vaglio del documento inviatole⁴¹⁹. Sul punto non sembra che tale notifica attivi un procedimento di controllo sulla legittimità e tantomeno sul merito o la convenienza dell'affare: non essendo l'operazione subordinata ad alcuna autorizzazione amministrativa, pare che detta notifica dia luogo ad un “visto”,

⁴¹⁶ Cfr. D.A. ZETZSCHE – F. ANNUNZIATA – D.W. ARNER – R.P. BUCKLEY, *op.cit.*, 13.

⁴¹⁷ La disposizione, com'è noto, è stata interessata dall'intervento del D.lgs. n. 21 del 21 febbraio 2014, in attuazione della direttiva 2011/83/UE sui diritti dei consumatori, recante modifica delle direttive 93/13/CEE e 1999/44/CE e che abroga le direttive 85/577/CEE e 97/7/CE.

⁴¹⁸ Cfr. *A new Vision for Europe's capital markets, Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union*, giugno 2020, reperibile al seguente indirizzo: https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/growth_and_investment/documents/200610-cmu-high-level-forum-final-report_en.pdf.

⁴¹⁹ Com'è noto, la funzione esercitata dall'autorità di vigilanza dovrebbe consentire l'individuazione degli elementi che possano far sorgere il sospetto che le informazioni destinate agli investitori siano inattendibili o non corrispondano al vero. In questa prospettiva, l'Autorità dovrebbe intercettare le manifestazioni macroscopiche, le incongruenze e le falsità dei dati forniti. Cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *La responsabilità civile della Consob*, in <https://www.rivistadeldirittocommerciale.com/>, 2006, 10-12, 695 ss.; A. TINA, *Responsabilità della Consob per omessa vigilanza sulla veridicità delle informazioni contenute nel prospetto informativo*, in *Corr. giur.* 2004, 933; C. FIENGO, *Problemi in tema di responsabilità delle autorità di vigilanza e di tutela degli investitori*, Edizioni scientifiche italiane, Napoli, 2022, 191.

ad una “presa d’atto” della redazione e pubblicazione del documento; al contrario, è possibile affermare che un controllo formale sulla completezza/esattezza delle informazioni potrebbe invece operare nelle offerte di *token* che siano soggette ad approvazione preventiva dell’Autorità⁴²⁰.

Alla luce di ciò, sembrerebbe opportuno escludere che la “mera notifica” all’Autorità possa avere refluenze a favore degli operatori economici coinvolti nelle offerte di *utility* sull’eventuale giudizio di responsabilità per l’esattezza e la completezza delle informazioni fornite: opinando diversamente, la pubblicazione del *white paper* diverrebbe unicamente occasione per preconstituire la prova circa la regolarità delle loro condotte in vista dei possibili giudizi; pertanto, sembra possibile ritenere che, in un’eventuale giudizio sul *white paper*, detta notifica non dovrebbe avere di per sé rilievo a favore dell’una o dell’altra parte coinvolta nel perfezionamento dell’accordo.

Ciò a maggior ragione se si considera che la recente giurisprudenza di legittimità, sia pure con riguardo a casi diversi dall’acquisto di titoli digitali, ha affermato che l’obbligo di informazione, anche di tipo continuativo, a carico dell’intermediario “*risulta fondato non solo sulle norme primarie e regolamentari di settore, ma anche sugli artt. 1175 e 1375 cod. civ., che impongono il rispetto delle regole generali di correttezza e buona fede nell’esecuzione del contratto*”⁴²¹.

⁴²⁰ Ciò al pari di quanto ritenuto dalla dottrina prevalente sulla natura del controllo della Consob sul prospetto informativo, sottoposto, com’è noto, al preventivo controllo *ex artt. 94-bis T.U.F. e 20, Regolamento UE 2017/1129*. Sul controllo di legittimità e sul superamento, in alcuni casi, di tale limite da parte della Consob cfr. G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, nel Trattato Colombo-Portale, Torino, Utet, 10 **, 1993, 156,157. Si veda anche G. MINERVINI, *La Consob e la sollecitazione del pubblico risparmio*, in *Riv. dir. civ.*, 1989, I, 313; S. CORAPI, *L’obbligo di comunicazione alla Consob e di pubblicazione del prospetto nelle operazioni finanziarie con sollecitazione del pubblico risparmio*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, I, 24; cfr. D. MASI, *op.cit.*, 267, il quale ritiene che il vaglio dell’AMF francese si limiti ai profili di completezza e correttezza del documento e non si traduca, come invece previsto nel Rapporto finale della Consob testé citato, in un sindacato di merito sul progetto.

⁴²¹ Così Cass., 18 giugno 2018, n.15936, in *Guida dir.*, 2018, 29, 32, che precisa come risulta determinante per l’investitore “*entrare tempestivamente in possesso delle informazioni su di un titolo, idonee non solo a far comprendere l’iniziale grado di rischio collegato all’investimento, ma che consentano anche di assumere provvidenziali scelte di cessione del titolo, atte ad impedire gravose perdite per l’investitore, in caso di svalutazione del titolo acquistato o deterioramento del patrimonio degli emittenti il titolo*”; cfr. pure Cass., 5 maggio 2022, n. 14208 in <https://dejure.it/> e App. Roma, 11 giugno 2019, in <https://dejure.it/>. Com’è noto, questo orientamento si è consolidato anche a seguito del contenzioso instauratosi a causa del *default* del gruppo *Lehman Brothers* ed ha arricchito l’indirizzo giurisprudenziale meno recente che affermava come “*anche l’obbligo dell’intermediario di tenersi informato sulla situazione del cliente, in quanto funzionale al dovere di curarne diligentemente e professionalmente gli interessi, permane attuale durante l’intera fase esecutiva del rapporto e si rinnova ogni qual volta la natura o l’entità della singola operazione lo richieda, per l’ovvia considerazione che la situazione del cliente non è statica bensì suscettibile di evolversi nel tempo*” (così Cass., S.U., 19 dicembre 2007, n. 26725).

3.2.3 L'onere della prova in capo al consumatore nella responsabilità da *white paper*, secondo MiCA, e la contraddizione con l'art. 6, par. 9, della Direttiva 2011/83/UE

Nei casi al di fuori dalle esenzioni previste, la proposta MiCA prevede che il possessore del *token* acquisito possa chiedere all'emittente il risarcimento per i danni subiti in ragione delle informazioni incomplete, non corrette, poco chiare o fuorvianti del documento originario o modificato (art. 14, par. 1)⁴²².

In tali casi, l'iniziativa regolamentare alloca in capo all'attore e, dunque, anche in capo al consumatore, l'onere di provare l'avvenuta violazione della disciplina da parte, fra gli altri, dell'emittente e l'incidenza che detta violazione abbia avuto sulla formazione del consenso al momento dell'acquisto (art. 14, par. 2)⁴²³.

Ora, l'allocazione di tale peso in capo all'aderente pare mettere in discussione l'effettiva capacità di tutela del contraente debole da parte del sistema regolamentare qui in discorso.

Il profilo dell'onere probatorio sembra presupporre la difficile questione, ancora non oggetto di diffusa esegesi tra gli interpreti – diversamente da quanto, invece, avvenuto in tema di prospetto informativo – della natura della responsabilità dell'emittente di cripto-attività per false e/o incomplete informazioni: nella prospettiva assunta dal legislatore europeo, sembra che detta responsabilità sia trattata alla stregua della prevalente tesi aquiliana in tema di prospetto informativo⁴²⁴, la quale ritiene che la pubblicazione nel prospetto di

⁴²² La disposizione *de qua*, peraltro, ha cura di precisare che è priva di effetto l'esclusione pattizia della responsabilità civile.

⁴²³ Sul punto, la giurisprudenza tedesca (cfr. LG Berlino, 27 maggio 2020 – 2 O 322/18), innanzi ad una controversia intentata da un *token holder* che lamentava di essere stato indotto all'acquisto a causa di informazioni inesatte contenute nel *white paper*, ha ritenuto responsabile l'emittente (una fondazione svizzera) e anche una società tedesca cui era riconducibile l'attività, esercitando quest'ultima un potere di direzione e coordinamento sulla prima.

⁴²⁴ La giurisprudenza di legittimità ha già avuto modo di inquadrare la c.d. responsabilità da prospetto nel comparto aquiliano (si v. Cass., Sez. Un., 8 aprile 2011, n. 8034, in *Foro it.*, 2011, 10, I, 2750; Cass. 11 giugno 2010, n. 14056, in *Giust. civ.*, 2010, 6, 892; più di recente, richiamate da Cass., 14 giugno 2018, n. 15707, in *Riv. not.* 2019, 2, II, 353). Nello stesso senso v., tra la giurisprudenza di merito, Trib. Ancona, 20 febbraio 2019, n. 331, in <https://dejure.it/>; per la tesi contraria della natura precontrattuale cfr. App. Milano, 2 febbraio 1990, in *Giur. it.*, 1992, I, 2, 49; Trib. Milano, 11 gennaio 1988, *ivi*; Trib. Milano, 6 novembre 1987, *ivi*. Peraltro, com'è noto, per molto tempo non è stata neppure pacifica la natura della responsabilità precontrattuale; sul punto v. Cass. civ., sez. I, 12 luglio 2016, n. 14188, in *Resp. civ. prev.*, 2016, 6, 1950 (con nota di C. SCOGNAMIGLIO, *Responsabilità precontrattuale e contatto sociale «qualificato»*), in contrasto con il diverso orientamento, sostenuto anche da Cass. civ., sez. un., 16 luglio 2001, n. 9645, in *Foro it.*, 2002, I, 806, secondo cui la stessa trova fondamento nella violazione del generale principio del *neminem laedere*.

In dottrina, tra i tanti, cfr. G. ALPA, *Prospetto informativo. Orientamenti della dottrina*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1988, 359 ss.; A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, Giuffrè, 2003, 91 ss.; M. ARRIGONI, *Nesso di causalità e quantum del risarcimento nella responsabilità da prospetto*, in *Le Società*, 2017, 12, 1361; S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, cit., 107 ss.; M. PALMIERI, *Offerte al pubblico e sollecitazioni di pubblico risparmio*, in *Il Testo Unico*

informazioni false o fuorvianti dia luogo ad una condotta illecita ancor prima che l'investitore entri “*in contatto*” con l'emittente; e, d'altro canto, anche le prime pronunce delle corti inglesi sopra richiamate hanno sottolineato la natura extracontrattuale del fatto illecito ascrivibile all'emittente.

Occorre però mettere in luce che detta “scelta allocativa” pare porsi in contrasto con il disposto di cui all'art. 6, par. 9, della Direttiva 2011/83/UE, secondo il quale, in materia di contratti a distanza, “*l'onere della prova relativo all'adempimento degli obblighi informativi (...) incombe sul professionista*”⁴²⁵.

Seguendo questa linea non appare chiara la *ratio* che conduce, in tema di contratti a distanza, ad addossare il relativo peso probatorio sull'operatore economico, mentre, in materia di acquisto a distanza di *assets* di consumo, in capo all'utente: in entrambi i casi dovrebbe trattarsi di obblighi informativi che si innestano nella fase antecedente al perfezionamento contrattuale e che dovrebbero essere resi da un soggetto la cui qualifica ingenera uno speciale affidamento.

Con l'intento di agevolare il consumatore che intende agire nei confronti dell'operatore economico, il legislatore europeo, nei giudizi di risarcimento del danno cagionato al cliente, avrebbe dovuto allocare *ex lege* in capo al secondo l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta in punto di obblighi informativi, secondo i criteri propri della responsabilità per inadempimento.

Anche perché la soluzione contraria non giustificherebbe il non assoggettare a controllo preventivo dell'Autorità di vigilanza gli *utility token*: se infatti la proposta MiCA dispone un regime di autorizzazione preventiva solo per le offerte delle altre due categorie (gli ART e gli EMT) e non anche per i *token* di utilità, ciò dovrebbe avere delle refluenze in punto di disciplina dell'onere probatorio in caso di responsabilità dell'emittente; appare incongruo prevedere la medesima disciplina probatoria, senza che sia esteso a tutte lo stesso controllo preventivo dell'Autorità competente⁴²⁶.

Finanziario, Mercati ed Emittenti, diretto da M. CERA – PRESTI, Bologna, Zanichelli Editore, 2020, 1284 e ss.; F. SARTORI, *op.cit.*, 226; A. PARALUPI, *Responsabilità civile da prospetto: informazione e danno ingiusto*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, I, 576; V. SANGIOVANNI, *La responsabilità per il prospetto fra diritto comunitario, legge nazionale e regolamento Consob*, in *La Responsabilità civile*, 2011, 12, 852 ss.; A. ZANARDO, *La Suprema Corte di pronuncia sulla responsabilità da prospetto*, in *La Responsabilità civile*, 2012, 11, 801 e ss.

⁴²⁵ La stessa previsione, com'è noto, è contenuta nell'art. 49, ult. co., cod. cons.

⁴²⁶ Se a ciò si aggiunge che, nel nostro ordinamento, diversamente dall'esperienza statunitense, che conosce meccanismi più agevoli per la tutela delle istanze di classe (come le *class actions*, i *punitive damages*, la *discovery*, i *contingency fees* o la possibilità per i professionisti di ricercare casi simili sui quali innestare i giudizi di responsabilità), tali strumenti appaiono quantomeno discussi e, sovente, inefficaci, allora appare evidente come l'allocatione di tale onere sull'oblato possa eccessivamente appesantire la posizione dei consumatori.

In quest'ottica, si auspica che il recepimento della nuova Direttiva UE 2020/1828 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 25 novembre 2020, relativa alle azioni rappresentative

In mancanza di un'autorizzazione *ex ante* da parte dell'Autorità competente sui sugli *utility*, sarebbe più coerente addossare detto onere probatorio in capo all'emittente; il che, peraltro, parrebbe anche in linea col generale principio di vicinanza della prova, essendo l'emittente a governare integralmente il contenuto dell'atto.

3.3 Il diritto di recesso a norma dell'art. 9, della Direttiva 2011/83/UE.

La disciplina consumeristica delle vendite a distanza fonda il diritto di recesso dei consumatori sul presupposto, fra gli altri, che questi non possono vedere i beni prima di concludere il contratto e, allo stesso tempo, dovrebbe essere loro consentito di testarli e ispezionarli nella misura necessaria a stabilirne “*la natura, le caratteristiche e il funzionamento*”⁴²⁷ (considerando n. 37 della Direttiva testé citata)⁴²⁸.

Nell'ambito dell'acquisto dei *crypto-assets*, il diritto di pentimento è uno degli strumenti rimediali più efficaci⁴²⁹, sia pure occorrendo distinguere tra le diverse tipologie di *token* offerti. Se l'attribuzione di una tale facoltà, fondata sul predetto presupposto, non appare adatta all'acquisto di *investment* o di *payment token*, atteso che di regola gli stessi non mantengono un collegamento diretto ai beni o servizi di consumo, tutt'altre considerazioni invece occorrono per gli *utility token*: per essi, infatti, tale *ratio legis* può senz'altro trovare esplicazione,

a tutela degli interessi collettivi dei consumatori (che abroga la direttiva 2009/22/CE), sarà un'occasione per rendere maggiormente efficace tale strumento anche nel nostro ordinamento.

⁴²⁷ Sulla *ratio* del recesso in materia v. G. DE CRISTOFARO, *Contratti a distanza e norme a tutela del consumatore*, in *Studium iuris*, 1999, 1199; v. pure sui caratteri di tale facoltà A.M. BENEDETTI, *Recesso del consumatore*, in *Enc. dir., Annali*, VI, Milano 2011, 957 ss. G. GABRIELLI – F. PADOVINI, *Recesso*, in *Enc. dir.*, XXXIX, Milano, 1998, 27 ss.

⁴²⁸ *Ratio legis* ben distinta, come noto, rispetto al c.d. “effetto sorpresa” proprio dei contratti negoziati fuori dai locali commerciali. Cfr., in tema di offerta fuori sede di prodotti finanziari, F. CARBONETTI, *Lo jus poenitendi nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari*, in *Banca Borsa*, 2001, I, 770-793; C. COMPORTELLI, *L'offerta fuori sede di strumenti finanziari nel diritto comunitario: situazione attuale e prospettive di riforma*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2003, 1, 52; D.U. SANTOSUOSSO, *Jus poenitendi e servizi di investimento: la tutela dell'investitore dall'“effetto sorpresa”*, in *Banca Borsa*, 2008, II, 773-777; v. pure B. INZITARI – V. PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, in *Il diritto degli affari*, a cura di B. INZITARI, Cedam, 2008, 28, che evidenziano come “*l'inserimento dello jus poenitendi nell'ambito dell'offerta fuori sede di strumenti finanziari trova la propria ratio nella volontà di tutelare il risparmiatore che improvvisamente ed in una sede non usuale, si vede offrire la possibilità di acquistare prodotti finanziari senza che egli abbia dato luogo ad una specifica iniziativa sul punto, come invece si presume accada quando è lui stesso a presentarsi presso gli sportelli degli istituti bancari*”.

⁴²⁹ Sul concetto di “rimedio”, cfr., fra i tanti, A. DI MAJO, *Rimedi e dintorni*, in *Europa e dir. priv.*, 2015, 4, 703 ss.; S. MAZZAMUTO, *La nozione di rimedio nel diritto continentale*, *ivi*, 2007, 596 s.; ID, *Contratto europeo nel tempo della crisi*, *ivi*, 2010, 605 ss.; S. MAZZAMUTO – A. PLAIA, *I rimedi nel diritto privato europeo*, cit., 72; G. SMORTO, *Sul significato di “rimedi”*, in *Europa e dir. priv.*, 2014, 159 ss.

una volta che garantiscono l'accesso a beni o servizi o a piattaforme, per le quali chiara è la medesima necessità di protezione.

In quest'ottica, assume un rilievo centrale l'attribuzione all'acquirente di *token* di utilità del diritto di recedere⁴³⁰ dal contratto a distanza entro un periodo di tempo limitato, senza fornire alcuna motivazione e senza dover sostenere dei costi ai sensi dell'art. 9, della Direttiva 2011/83/UE⁴³¹.

La questione, tuttavia, appare più complessa di quella che risulta ad un esame *prima facie*, in quanto detta facoltà non è consentita, fra l'altro, in due ipotesi in cui potenzialmente potrebbero ricondursi le vendite dei *token di utilità*, ossia quando il prezzo della fornitura di beni o servizi “è legato a fluttuazioni nel mercato finanziario che il professionista non è in grado di controllare e che possono verificarsi durante il periodo di recesso” (art. 16, lett. b), nonché nei casi in cui l'esecuzione della “fornitura di contenuto digitale mediante un supporto non materiale” sia “iniziata con l'accordo espresso” che il consumatore “avrebbe perso il diritto di recesso” (art. 16, lett. m).

Pertanto, quello che fra tutti poteva assurgere a rimedio di protezione effettiva del consumatore⁴³², in via di prassi può incontrare notevoli difficoltà applicative, per l'operare di queste due eccezioni che conducono all'esclusione del diritto di pentimento.

3.3.1 Le possibili eccezioni al diritto di recesso: a) la fornitura di beni o servizi il cui prezzo è legato a fluttuazioni nel mercato finanziario

Com'è noto, l'eccezione in parola ha quale *ratio* quella di evitare che il rischio della fluttuazione volontariamente assunto dal consumatore con l'acquisto dell'*asset* sia in definitiva allocato in capo al professionista, consentendogli detta facoltà di recedere proprio in occasione del suo deprezzamento.

Ora, come si è detto, alcuni dei *token* di utilità, ancorché mantengano una prevalente funzione di consumo, possono essere “listati” e negoziati nelle piattaforme secondarie, con la conseguenza che il loro prezzo può essere soggetto a fluttuazioni non governabili dall'operatore economico emittente⁴³³.

⁴³⁰ Molti sono ancora i profili discussi relativi al diritto di recesso, come la retroattività o meno della dichiarazione di pentimento o la sua opponibilità o meno, cfr. C. CONFORTINI, *A proposito del ius poenitendi del consumatore e della sua discussa natura*, 2017, 4, 1343.

⁴³¹ Cfr. per i commenti alla relativa disciplina, cfr., R. DE HYPPOLITIS, *La disciplina unitaria del recesso*, in *Foro it.*, 2012, 5, 186; P. SIRENA – Y. ADAR, *La prospettiva dei rimedi nel diritto privato europeo*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, I, 366; F.P. PATTI, *Il recesso del consumatore: l'evoluzione normativa*, in *Europa e dir. priv.*, 2012, 4, 1007 ss.

⁴³² Per un più ampio approfondimento sul principio di effettività della tutela v. G. VETTORI, *L'attuazione del principio di effettività. Chi e come*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2018, 3, 939, ss.

⁴³³ La problematica potrebbe viepiù acuirsi con riguardo alle operazioni c.d. “*airdrop*”, nelle quali l'emittente offre i propri *token* senza cioè una controprestazione monetaria, benché

Ne deriva la possibilità di ricondurre la loro vendita proprio nell'alveo dell'eccezione di cui all'art. 16, lett. b, della Direttiva 2011/83/, con l'effetto di escludere il relativo diritto di ripensamento del consumatore.

Ad un esame più approfondito, però, questa ricostruzione affermativa non convince.

Procedendo con ordine, giova chiarire che detta esenzione non riguarderebbe i *token* privi della capacità di circolare nei relativi *exchanges*, non essendovi un problema di fluttuazione del prezzo legato ai mercati secondari⁴³⁴.

Con riguardo invece a quelli negoziabili, una parte della dottrina⁴³⁵ ritiene esclusi dall'eccezione in parola gli acquisti di tali *assets* (e non anche quelli degli *investment* e dei *currency token*)⁴³⁶, in quanto la potenziale negoziabilità di valori digitali *non muta* la loro fondamentale componente consumeristica; in quest'ottica, si sottolinea che se l'aspetto speculativo/di investimento della transazione è dominante, allora il diritto di recedere andrebbe escluso, alla stregua di quanto avviene per le altre suindicate tipologie; al contrario, nei casi in cui a prevalere è una precipua funzione di consumo (come nei contratti stipulati direttamente con l'emittente nel contesto di una *ICO*), detta facoltà andrebbe invece riconosciuta.

Questa linea di pensiero appare condivisibile. Senza ripetere quanto già precisato, l'acquisto di un *token* di utilità che dia accesso a beni o servizi, anche se mosso dall'intento di ottenere un possibile guadagno in sede di rivendita, non recide di per sé l'interesse essenzialmente consumeristico posto a base dell'operazione: in quest'ottica, se la funzione che sorregge l'operazione di vendita si fonda sul soddisfacimento dell'interesse di consumo dell'aderente, allora la *res* digitale offerta dovrebbe esulare dal novero delle categorie finanziarie e, dunque, dall'eccezione al diritto di recesso in parola; pertanto, anche se un *token* di utilità sia negoziabile nelle piattaforme secondarie, ciò non

la dottrina ne metta in discussione l'effettiva gratuità, cfr. C. SANDEI, *L'offerta iniziale di cripto-attività*, 127 ss.

⁴³⁴ Tuttora non sembra vi sia una definizione positiva di "mercati finanziari" (cfr. GUIZZI G., *op.cit.*, 749 e ss.); inoltre, come anticipato, non è neppure definito il concetto di "mercato di capitali" che include ma non coincide con quelle di mercato regolamentato o di sistemi multilaterali di negoziazione o di sistemi organizzati di negoziazione rispettivamente definiti ai sensi dell'art. 4, co. 1, co. 21, 22, 23, MiFID II (v. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 96; Cfr. M. FRATINI, *op.cit.*, 28; M. CIAN, *Le sedi di negoziazione diverse dai mercati regolamentati*, cit., 452). Sul concetto ampio di "mercati finanziari", v. P. MAUME, *Consumer Protection*, in P. MAUME – L. MAUTE – M. FROMBERGER, *The Law of Crypto Assets, A Handbook*, Verlag C.H.Beck, München, 2022, 115 ss., il quale ha precisato che "includes the markets where commodities, currencies and others products are traded. It also comprises capital market, foreign exchange market, money markets, futures markets, cash markets, etc. In other words, more or less everything could be classified as 'financial market' if there is supply/demand and a market price, and this market somehow relates to financing businesses"

⁴³⁵ P. MAUME, *Consumer Protection*, cit., 115 ss.

⁴³⁶ P. MAUME, *Consumer Protection*, cit., 116.

dovrebbe determinare per ciò solo l'esclusione della facoltà di pentimento di cui all'art. 16, lett. b), della direttiva citata.

3.3.2. (segue): la fornitura di contenuto digitale eseguita con l'accordo espresso di rinuncia al diritto di recesso

Ciò posto, occorre ora passare alla seconda ipotesi che potrebbe condurre all'esclusione del diritto di recesso del consumatore nel contesto dei *crypto-assets*.

Al di là della formulazione dubbia dell'eccezione di cui all'art. 16, lett. m) della direttiva suindicata, non pare in discussione che la disciplina consumeristica attribuisca al consumatore lo *ius poenitendi* anche nelle ipotesi di fornitura di “*contenuto digitale*”⁴³⁷. Tale facoltà sembra invece limitata nel caso in cui l'esecuzione del contratto inizi col consenso del consumatore e lo stesso accetti espressamente che, così facendo, perda il diritto di recesso.

Si tratta di una disposizione che mira a tutelare il professionista in quei casi in cui il consumatore potrebbe, dapprima fruire dei beni/servizi oggetto della prestazione del professionista (dando avvio, ad esempio, al *download* di un contenuto musicale) e, in seguito, invocare il diritto di recesso, con la pretesa di ricevere il rimborso di quanto pagato come corrispettivo.

Nell'ottica di garantire l'esercizio del diritto di recesso dei consumatori, secondo un indirizzo interpretativo, i *token* non possono essere qualificati come contenuti digitali, in quanto, fra l'altro, incorporano diritti e non un qualsiasi contenuto e, inoltre, non possono essere “*streamed or downloaded*”; di tal ché, secondo quest'ottica, è più convincente trattare i *token* come normali beni di consumo⁴³⁸ e non invece come contenuto digitale, con la conseguenza di garantire il diritto di pentimento ai loro acquirenti⁴³⁹.

Benché se ne apprezzano le conclusioni, tali argomentazioni non appaiono meritevoli di condivisione.

Oltre alle osservazioni già formulate al § 2.6.2 in punto di qualificazione dei *token* di utilità come “*contenuto digitale*” ex art. 2, par. 1, della nuova direttiva 2019/770/UE, giova qui obiettare che i *token potenzialmente* possono essere costruiti per veicolare qualsiasi contenuto, benché, nell'ambito delle offerte, siano specificamente creati per incorporare diritti trasferibili sulla base della tecnologia del registro distribuito.

Inoltre, va considerato che, come evidenziato dal citato considerando n. 19, la definizione di contenuto digitale, quale “*dati prodotti e forniti in formato*

⁴³⁷ Sul punto, è sufficiente rinviare al considerando n. 19, della direttiva 2011/83/UE.

⁴³⁸ Com'è noto, infatti, se fornito su un supporto materiale, quale un CD o un DVD, il contenuto digitale dovrebbe essere considerato un bene ai sensi della direttiva in parola.

⁴³⁹ P. MAUME, *Consumer Protection*, cit., 117.

digitale”, prescinde dal fatto che l’accesso ad essi avvenga tramite *download*, *streaming* o qualsiasi altro modo.

A supporto di tale qualificazione va infatti ribadito che l’elencazione dei contenuti o servizi digitali di cui alla direttiva 2019/770/UE ha carattere esemplificativo (“*la presente direttiva – continua il considerando testé citato – dovrebbe contemplare, tra l’altro, programmi informatici, applicazioni, file video*”); e, d’altro canto, la stessa categoria è stata pensata per risolvere “*i problemi trasversalmente alle diverse categorie di contenuti digitali*”⁴⁴⁰: da qui, dunque, la possibilità di ricondurvi anche fattispecie eterogenee tra loro (quale potrebbe essere un libro elettronico, da un lato, e, proprio un *token* digitale, dall’altro).

Non è neppure condivisibile quanto diversamente opinato dall’indirizzo in parola secondo cui “*every token is unique and exists only once*”, trattandosi di un approccio che si sofferma sulla “stringa digitale” in sé e non invece sulla sua concreta funzione; l’attività qualificatoria infatti dovrebbe tenere in considerazione il loro impiego nel tempo alla stregua di quanto avviene nell’utilizzo di contenuti digitali: sovente, infatti, tali *token* garantiscono una serie di forniture di beni o servizi⁴⁴¹, come ad esempio nei casi in cui consentono di archiviare o conservare dati nel registro distribuito.

Ciò premesso, la qualificazione in termini di contenuto digitale non deve condurre a denegare per ciò solo il diritto di recesso dei consumatori nell’adesione all’offerta di *utility token*.

Anzitutto perché l’eccezione di cui all’art. 16, lett. m) della direttiva 2011/83/UE non ricomprende anche i “*servizi digitali*” ex art. 2, n. 2 della direttiva 2019/770/UE, cui pure, a seconda dei casi, possono essere ricondotti tali *token* (come visto al § 2.6.2), con la conseguenza che non potrà ad essi applicarsi: si pensi, a titolo esemplificativo, all’oblato che aderisce all’offerta per godere di servizi come l’archiviazione e la conservazione di dati.

In secondo luogo, va posto in luce che detta eccezione può trovare applicazione soltanto dietro espressa rinuncia al diritto nel momento di esecuzione del contratto; e questo, come si diceva, nell’ottica di evitare che il consumatore, dapprima fruisca per intero del bene o del servizio ed, in seguito, eserciti indebitamente la facoltà di recedere.

3.3.3 Il momento del recesso e gli obblighi restitutori

Al di fuori dei casi esenti, il consumatore disporrà di un periodo di quattordici giorni per l’esercizio del diritto di recesso, senza motivazione e senza costi a norma dell’art. 9 della Direttiva 2011/83/UE.

⁴⁴⁰ Così il considerando n. 19 della direttiva 2019/770/UE.

⁴⁴¹ Si v. l’art. 11, co. 2, e il considerando n. 59 della direttiva in questione.

A seconda del tipo di *res* sottostante al *token* acquistato, pare che il periodo in questione operi diversamente, decorrendo:

- nei casi di accesso ai servizi o alle piattaforme predisposte dall'operatore economico, dal giorno della conclusione del contratto, in analogia ai "contratti di servizi" *ex art. 9, par. 2, lett. a)*;

- mentre nelle ipotesi di accesso ai beni di consumo, dal giorno in cui l'utente ne acquisisce il possesso a norma dell'art. 9, par. 2, lett. b)⁴⁴².

Va peraltro considerato che detto termine subirà uno slittamento in avanti nei casi di violazione dell'obbligo di informazione sul diritto di recesso da parte dell'operatore economico: se questo non fornisce tali informazioni, il periodo di recesso, com'è noto, scadrà dodici mesi dopo il periodo determinato a norma dell'art. 9, par. 2; mentre, se le medesime sono fornite entro dodici mesi dalle date di cui all'art. 9, par. 2, allora il periodo di recesso cesserà quattordici giorni dopo il giorno in cui il consumatore ha ricevuto le informazioni, a norma dell'art. 10, direttiva 2011/83/UE.

Ciò premesso, l'esercizio del diritto di recesso attiverà gli obblighi restitutori di cui all'art. 13, sicché il professionista sarà tenuto a rimborsare tutti i pagamenti ricevuti dal consumatore, entro quattordici giorni dal giorno in cui è informato della decisione del consumatore di recedere dal contratto; mentre, il consumatore dovrà farsi carico della restituzione dei beni, sostenendone il costo e assumendone la responsabilità, per il caso di loro manipolazione diversa da quella necessaria per stabilire la natura, le caratteristiche e il funzionamento a norma dell'art. 14, direttiva 2011/83/UE.

In questo contesto, giova domandarsi quale sia l'oggetto dell'obbligo di restituzione dell'operatore economico nei casi in cui il consumatore abbia effettuato il pagamento in criptovalute. Sul punto il testo dell'art. 23, par. 2, dispone che egli dovrà eseguire il rimborso "*utilizzando lo stesso mezzo di pagamento usato dal consumatore per la transazione iniziale*"⁴⁴³. Ne deriva che se l'acquisto del *token* di utilità è avvenuto dietro pagamento di criptovaluta, l'emittente non potrà provvedere alla restituzione dell'equivalente in moneta avente corso legale; ciononostante, la disposizione, applicata al settore dei *crypto-assets*, solleva l'ulteriore questione se sia necessario che l'emittente corrisponda il medesimo *tipo* di criptovalute o se invece possa impiegare una criptovaluta differente, ancorché di uguale valore.

Il dato testuale suggerirebbe di condividere la seconda soluzione, giacché fa riferimento al "mezzo di pagamento". Tuttavia, appare preferibile interpretarla nel senso che l'emittente sia obbligato a restituire la criptovaluta del *medesimo tipo*, onde evitare speculazioni fondate sul loro scambio e sull'oscillazione del loro valore: in tal modo, ad esempio, se l'aderente abbia

⁴⁴² Nello stesso senso cfr. P. MAUME, *Consumer Protection*, cit., 118.

⁴⁴³ Ciò salvo che il consumatore abbia espressamente convenuto altrimenti e a condizione che questi non debba sostenere alcun costo quale conseguenza del rimborso.

acquistato *token* di utilità a fronte del pagamento in *bitcoin*, l'emittente dovrà restituire, in caso di esercizio del recesso, la stessa criptovaluta impiegata dal consumatore nella prima transazione, a meno che questi non consenta espressamente all'uso di un altro mezzo di pagamento o di un'altra *specie* di criptovaluta.

3.4 Il diritto di recesso secondo la disciplina MiCA

La disciplina del diritto di recesso della proposta MiCA ricalca a grandi linee quella degli artt. 9 e ss. della direttiva 2011/83/UE, sia pure discostandosi sui seguenti principali profili.

In primo luogo, l'iniziativa regolamentare precisa all'art. 12 che il diritto di recesso deve essere garantito soltanto se il consumatore acquisti i *token* diversi (ivi inclusi i *token* di utilità) direttamente dall'emittente o da un fornitore di servizi per le cripto-attività: in virtù di ciò, non appare condivisibile quanto diversamente opinato dall'indirizzo soprarichiamato⁴⁴⁴, secondo cui la facoltà di recedere andrebbe esclusa se i *token* di utilità siano acquistati presso una piattaforma di scambio; infatti, sulla base di tale disposto, l'ipotesi che restano fuori dal circuito di pentimento del consumatore sembrano quelle in cui i *token* siano acquistati da altri consumatori.

In secondo luogo, benché la revoca del consenso all'acquisto avviene senza incorrere in alcun costo e senza alcuna motivazione, il periodo entro cui esercitare tale facoltà, diversamente da quanto previsto dall'art. 9, par. 2, direttiva 2011/83/UE, decorre entro quattordici giorni “*dalla data in cui il consumatore ha prestato il proprio consenso all'acquisto*” (art. 12, par. 1, cpv, MiCA).

Un'ulteriore difformità rispetto alla disciplina consumeristica è che non si prevede alcun prolungamento del termine di recesso nei casi in cui l'emittente o il fornitore di servizi non adempia, tramite il *white paper*, all'obbligo di informazione sul diritto di recesso. In tali casi, pare allora necessario, nell'ottica di garantire un congruo termine per il ripensamento dell'utente, estendere la disciplina di cui all'art. 10 della direttiva 2011/83/UE, sicché se tale informazione viene del tutto omessa, il periodo di recesso scadrà dodici mesi dopo il giorno in cui è stato prestato il consenso; mentre, se la stessa è fornita entro dodici mesi dalla data di cui art. 12, co. 1, cpv, il periodo di recesso scadrà quattordici giorni dopo il giorno in cui il consumatore ha ricevuto l'informazione.

Va, inoltre, evidenziato che la disposizione di cui all'art. 12, MiCA, prevede due eccezioni in cui si preclude al consumatore l'esercizio di tale facoltà:

⁴⁴⁴ Cfr. P. MAUME, *Consumer Protection*, cit., 116.

a) “*il diritto di recesso non si applica se le cripto-attività sono ammesse alla negoziazione su una piattaforma di negoziazione di cripto-attività*” prima dell’acquisto del *retail holder* (art. 12, par. 4);

b) “*se gli emittenti di cripto-attività hanno fissato un termine per la loro offerta al pubblico di tali cripto-attività conformemente all’articolo 9, il diritto di recesso non può essere esercitato dopo la fine del periodo di sottoscrizione*” (art. 12, par. 5).

a) L’ipotesi in questione riflette, com’è evidente, la logica sottesa all’art. 16, lett. b) della direttiva 2011/83/UE, nella parte in cui si nega il diritto di recesso se il prezzo della fornitura di beni o servizi è legato a fluttuazioni nel mercato finanziario che il professionista non è in grado di controllare; tant’è che proprio il considerando n. 22 della proposta MiCA precisa che nell’ipotesi in parola il diritto di recesso è escluso, in quanto in tal caso il prezzo di queste cripto-attività dipenderebbe dalle fluttuazioni dei mercati delle cripto-attività.

Ora, si tratta di una previsione di non poco conto, atteso che, se letteralmente interpretata, escluderebbe il diritto di ripensamento dei consumatori in tutti quei casi nei quali essi abbiano acquistato *token* di utilità *dopo* la loro ammissione in una piattaforma secondaria; ipotesi tutt’altra che rara nel mercato dei *crypto-assets*.

Com’è evidente, l’eccezione in discorso, al pari di quella prevista a livello consumeristico, mira ad evitare che il rischio della fluttuazione del valore del *token* acquistato sia in definitiva allocato in capo al professionista, mediante l’esercizio del diritto di recesso da parte del primo in tutti quei casi in cui lo stesso dovesse deprezzarsi.

Se appare condivisibile non determinare lo spostamento di tale rischio in capo all’emittente, va anche considerato, come si è detto, che il *token* di utilità, ancorché idoneo alla circolazione, mantiene un’essenziale componente di consumo; la disposizione, se fosse intesa estensivamente, finirebbe per negare il diritto di recesso per il sol fatto che lo stesso possa essere negoziato.

Appare allora meritevole di considerazione la possibilità di adottare un’interpretazione, in chiave funzionale, che valorizzi entrambi i due aspetti qui in esame. In questa prospettiva, sembrerebbe allora più proficuo intendere la disposizione nel senso che è escluso il diritto di recesso “dal momento in cui” dette cripto-attività siano ammesse alla negoziazione sulle piattaforme secondarie, consentendo così l’esercizio del diritto di recesso nella fase anteriore a tale ammissione.

b) L’eccezione di cui all’art. 12, par. 5, non esclude invece lo *ius poenitendi*, ma lo limita nel tempo, una volta che in tali casi i consumatori possono recedere prima della fine del periodo di adesione all’offerta. La previsione pare, infatti, volta ad assicurare all’emittente il completamento

dell'operazione, evitando il mutamento sopravvenuto del numero degli aderenti dopo la chiusura del termine ultimo.

Si tratta di una previsione che senza dubbio troverà applicazione in gran parte delle offerte al pubblico di *token* di utilità, atteso che molte fra esse prevedono una scadenza, pubblicata sul relativo sito *web*, entro cui sottoscrivere l'offerta⁴⁴⁵.

Va però evidenziato che, nello stabilire indistintamente un termine connesso alla fine del periodo di adesione, la disposizione finisce per garantire un periodo di ripensamento non uguale per tutti gli aderenti: più lungo, per coloro che aderiscono prima, e più breve, per coloro che prestano il proprio consenso a ridosso della scadenza. Inoltre, è utile domandarsi se debba essere attribuito un diritto di recesso dal contratto, nei casi in cui la soglia massima della raccolta (c.d. *hard cap*) sia raggiunta prima della scadenza dell'offerta; sul punto, pare potersi fornire una risposta affermativa, atteso che, ancorché si raggiunga l'*hard cap* prima del termine ultimo, il legittimo affidamento riposto dall'emittente sul termine a ciò predisposto non verrebbe leso.

3.5 La possibile integrazione dei diversi regimi protettivi della proposta MiCA e della direttiva 770/2019/UE

Ciò premesso, occorre ora considerare che la qualificazione degli *utility token* come contenuti/servizi digitali potrebbe dar luogo ad una compresenza integrata dei rimedi di tutela applicabili al fenomeno in esame⁴⁴⁶: se, in prospettiva futura, la proposta MiCA si candida a regolare, sia pure con i limiti sopra visti, gli obblighi informativi dell'emittente e il diritto di pentimento dei consumatori, la direttiva 770/2019/UE⁴⁴⁷, ove applicata alla materia in questione, potrebbe invece tutelarli in ordine tanto all'esistenza, quanto alla conformità dei beni o dei servizi sottostanti a tali cripto-attività.

In tal modo, come adesso si vedrà, l'aderente all'offerta, in uno con il sopracitato *ius poenitendi*, potrà far ricorso al recesso nel caso di mancata fornitura del contenuto digitale a norma dell'art. 13 della direttiva 770/2019/UE

⁴⁴⁵ Su tale profilo, è sufficiente consultare il sito <https://coinmarketcap.com/it/ico-calendar/> per comprendere che molte *ICOs* prevedono un termine entro cui cessa la raccolta del risparmio.

⁴⁴⁶ Giova precisare che, nell'ottica della tutela dei detentori, l'iniziativa regolamentare in parola cerca di garantire la sicurezza delle somme raccolte rispetto ad attacchi informativi che potrebbe sottrarre: si prevede, infatti, la custodia a cura di un istituto di credito dei fondi raccolti dall'operatore economico, ove in cambio delle cripto-attività, siano state richieste monete aventi corso legale; qualora invece siano state chieste, come controprestazione, altre cripto-attività, le stesse potranno essere custodite in proprio dall'emittente, ma tramite la partecipazione di un soggetto autorizzato alla custodia per conto terzi (i c.d. *wallet service provider*).

⁴⁴⁷ Come anticipato, la dir. 770/2019/UE ha trovato attuazione nel nostro ordinamento interno con il D.lgs. n. 173 del 4 novembre 2021, che, dopo il capo I del titolo III della parte IV del codice del consumo, ha inserito il Capo I-bis "*Dei contratti di fornitura di contenuto digitale e di servizi digitali*".

oppure al ripristino della conformità del contenuto digitale (v. § 3.5.1), e alla riduzione del prezzo o alla risoluzione del contratto in caso di difetto di conformità *ex art.* 14 dir. 2019/770/UE (cfr. § 3.5.2). Ciò fermo inteso che nel caso di contrasto tra le disposizioni dei distinti sistemi normativi, saranno quelle sul contenuto/servizio digitale ad avere valenza recessiva in virtù dell'art. 3, par. 7, dir. UE n. 770/2019.

3.5.1 Il diritto di recesso nel caso di mancata fornitura del contenuto digitale *ex art.* 13 dir. 770/2019/UE

Come anticipato, l'acquisto di un *token* di utilità comporta la necessità di approntare un regime di tutela basato, oltre su quanto detto sopra, sull'*esistenza* e la *conformità* dei beni/servizi sottostanti al *token* fornito dall'emittente.

Per far fronte alle ipotesi in cui, al momento dell'offerta, il bene/servizio o anche il *token* stesso non siano ancora venuti ad esistenza, una parte della dottrina qualifica il relativo contratto come vendita di cosa futura⁴⁴⁸ *ex art.* 1472 c.c.⁴⁴⁹. Come si è già precisato al § 2.6.1, una qualificazione in questi termini, fra l'altro, non sembra avere l'effetto di approntare un regime di tutela effettivo in favore del consumatore, dato che sarebbe gioco facile per l'emittente, nella predisposizione unilaterale delle clausole contrattuali, precisare che la pattuizione abbia carattere aleatorio, così da evitare la nullità del contratto, se la "cosa" non dovesse venire ad esistenza ai sensi dell'art. 1472, co. 2, c.c.

Pare invece tutelare meglio il consumatore proprio la qualificazione dei *token* di utilità come contenuti/servizi digitali, con la conseguente applicazione della relativa disciplina: l'art. 11 della direttiva in questione regola proprio l'ipotesi della responsabilità dell'operatore economico nei casi in cui non venga ad esistenza il contenuto o il servizio digitale pattuito⁴⁵⁰. In tali casi, è concessa al fornitore (*rectius*: l'emittente) una "*seconda possibilità*"⁴⁵¹, atteso che il

⁴⁴⁸ Si tratta di una tesi da più parti condivisa. Cfr. L. FERRAIS, *op.cit.*, 288, nt. 72, il quale avanza l'ipotesi, stante la pacifica necessità di un approccio *case by case*, che possa anche trattarsi di una fattispecie di somministrazione a norma dell'art. 1159 c.c. Per la qualificazione in termini di vendita di beni futuri *ex art.* 1472 c.c. cfr. pure P. CARRIÈRE, *Il fenomeno delle cripto-attività (crypto-assets) in una prospettiva societaria*, *op.cit.*, 510-511; G. BEFANI, *op.cit.*, 415; S.L. FURNARI, *Initial Coin Offering: come regolare l'emissione dell'utility token*, in <https://fchub.it/wp-content/uploads/2021/05/token.pdf>, il quale ritiene – in modo non condivisibile alla luce di quanto precisato sopra – che l'emissione di *utility token* sia simile al *reward crowdfunding*. Tesi sostenuta anche da S.L. FURNARI – R.A. LENER, *Contributo alla qualificazione giuridica dell'offerta al pubblico di Utility Token (anche) alla luce della proposta di Regolamento Europeo sulle cripto-attività*, *op.cit.*, 63 ss.

⁴⁴⁹ Per un'autorevole elaborazione della dottrina in ordine al contenuto concettuale dell'art. 1472 c.c. cfr. P. PERLINGERI, *I negozi sui beni futuri*, *op.cit.*, 11-12.

⁴⁵⁰ L'art. 5 della direttiva in questione obbliga infatti l'operatore economico a fornire il contenuto o il servizio digitale senza indebito ritardo dopo la conclusione del contratto, salvo diverso accordo tra le parti, in ordine ai tempi della fornitura. A livello nazionale, cfr. l'art. 135-*decies* cod. cons.

⁴⁵¹ G. ALPA, *Aspetti della nuova disciplina delle vendite nell'Unione europea*, *cit.*, 829.

consumatore dovrebbe invitarlo ad adempiere alla prestazione senza indebito ritardo oppure entro un ulteriore termine convenuto; in caso di inadempienza, allora il consumatore avrebbe il diritto di recedere dal contratto (art. 13, par. 1, direttiva 2019/770)⁴⁵².

Com'è evidente, si tratta di un rimedio ben diverso nei presupposti rispetto al diritto di pentimento attribuito al consumatore dall'art. 12 MiCA o dall'art. 9, della Direttiva 2011/83/UE: in questo caso, infatti, si attribuisce al consumatore uno strumento di reazione ad un obbligo violato da parte dell'emittente; né pare vi sia alcun collegamento tra le modalità di stipulazione del contratto e il potere reattivo attribuito all'oblatore.

L'esercizio di tale diritto, secondo la prospettiva qui avanzata, farebbe sorgere l'obbligo dell'emittente di restituire gli importi già versati dal consumatore in esecuzione del contratto⁴⁵³: in particolare, tale rimborso dovrebbe avvenire senza indebiti ritardi e, in ogni caso, entro quattordici giorni dal momento in cui l'operatore economico è stato informato della decisione di recesso *ex art.* 18, della direttiva 2019/770; inoltre, a norma del par. 2 della norma⁴⁵⁴, l'emittente dovrebbe dar corso al rimborso, utilizzando “*lo stesso mezzo di pagamento usato dal consumatore*” per acquistare il contenuto/servizio digitale; anche in questo caso, dunque, al pari di quanto detto con riguardo agli obblighi restitutori derivanti dal recesso del consumatore *ex art.* 9 della direttiva 2011/83, se il pagamento del *token* di utilità fosse corrisposto in criptovalute, il relativo rimborso dovrebbe avere ad oggetto la medesima *specie* di criptovaluta, a meno che il consumatore consenta espressamente all'uso di un altro mezzo di pagamento o di un'altra *tipologia* di criptovaluta.

3.5.2 Il diritto al ripristino della conformità del contenuto digitale, alla riduzione del prezzo o alla risoluzione del contratto in caso di difetto di conformità *ex art. 14 dir. 2019/770/UE*

Sulla base della qualificazione qui proposta, l'emittente si intenderebbe obbligato a fornire al consumatore i contenuti e i servizi digitali (*rectius*: i *token*

⁴⁵² Va detto che questa “seconda possibilità” non trova luogo allorché il consumatore ha il diritto di recedere immediatamente, una volta che “*l'operatore economico ha dichiarato, o risulta altrettanto chiaramente dalle circostanze, che non fornirà il contenuto digitale o il servizio digitale*” oppure “*il consumatore e l'operatore economico hanno convenuto, o risulta evidente dalle circostanze che accompagnano la conclusione del contratto, che un tempo specifico per la fornitura è essenziale per il consumatore e l'operatore economico omette di fornire il contenuto digitale o il servizio digitale entro o in tale momento*” (art. 13, par. 2, direttiva 2019/770).

⁴⁵³ In ragione del rinvio di cui all'art. 13, par. 3, della direttiva suindicata, se il consumatore recede dal contratto a norma dell'art. 13, par. 1 e 2, si applicano di conseguenza gli articoli da 15 a 18.

⁴⁵⁴ Ciò al pari di quanto visto all'art. 13, par. 2, della direttiva 2011/83.

di utilità) in modo da soddisfare i requisiti di conformità di cui agli artt. 7 e ss. della direttiva 2019/770/UE.

Ora, è superfluo precisare che, nelle operazioni in parola, detti caratteri andrebbero estesi in chiave funzionale ai beni o ai servizi cui il *token* dà diritto; opinando diversamente, infatti, si rischierebbe di limitare il giudizio di conformità al *token* in sé e non anche alla sua applicazione pratica.

Va inoltre tenuto in considerazione che l'emittente dovrebbe intendersi obbligato a rispettare i caratteri di conformità indicati *anche* nel documento preliminare all'offerta. Ciò in quanto, a norma dell'art. 8, par. 1, lett. b) della dir. suindicata, il contenuto/servizio digitale dovrebbe presentare tali requisiti, anche “*tenendo conto di eventuali dichiarazioni pubbliche rese da o per conto dell'operatore economico o di altri soggetti nell'ambito di passaggi precedenti nella catena delle operazioni*”; dal che è possibile ritenere che nell'ambito del giudizio di conformità andrebbe tenuto in considerazione, oltre al contratto, anche il *white paper* relativo all'offerta⁴⁵⁵.

Ciononostante, non può sottacersi che, in sede applicativa, molte resterebbero comunque le questioni di non agevole soluzione: ad esempio, stante l'elevata volatilità del valore degli *assets* offerti, apparirebbe quantomeno dubbio ritenere sussistente un difetto di conformità nei casi di un loro deprezzamento, a meno che la stabilità del loro valore non fosse oggetto di una specifica obbligazione dell'operatore economico; allo stesso modo, non meno dubbi potrebbero sorgere in ordine alla responsabilità dell'emittente, allorquando il fruitore non riceva o, pur ricevendoli, non riesca a far funzionare, per cause non imputabili alle parti, gli aggiornamenti sulla funzionalità del *token*, che avrebbero evitato il difetto di conformità⁴⁵⁶.

Al di là delle diverse ipotesi che in via di prassi potrebbero sorgere, preme precisare che, sulla base della soluzione qui accolta, nei casi di difetto di conformità del *token* fornito, il consumatore avrebbe diritto, in primo luogo, al ripristino della sua conformità ai sensi dell'art. 14, dir. 2019/770; in quest'ottica, ad esempio, il difetto di “funzionalità” del *token* digitale imporrebbe l'obbligo dell'operatore economico di intervenire per ripristinare le funzioni in virtù delle quali era stato programmato; e lo stesso potrebbe dirsi con riguardo alla

⁴⁵⁵ Peraltro, va posto in luce che se l'operatore economico è responsabile solamente per i difetti di conformità che si manifestano entro un certo periodo di tempo dalla fornitura, tale periodo di tempo non è inferiore a due anni a decorrere dal momento della fornitura ai sensi dell'art. 11, par. 2, cpv.

⁴⁵⁶ Sembra invece possibile escludere una responsabilità dell'operatore economico nel caso in cui il consumatore si rifiuti di installare o utilizzare gli aggiornamenti suggeriti dall'operatore economico o non dia luogo alla configurazione dei sistemi operativi nel proprio dispositivo. Sul punto si v. la disciplina di cui all'art. 8, della direttiva *de qua* che, da un lato, assicura al consumatore la notifica degli aggiornamenti, anche di sicurezza, necessari a mantenere la conformità del contenuto digitale o del servizio digitale e, dall'altro, prevede un regime di esenzione di responsabilità dell'operatore economico, se l'utente non installa entro un termine ragionevole gli aggiornamenti forniti.

manca di “compatibilità” o “interoperabilità” dell’*asset* digitale rispetto agli *hardware* o *software* con cui normalmente sono rispettivamente utilizzati⁴⁵⁷.

Ciò chiarito, in tutti quei casi invece in cui non sarebbe possibile o sarebbe eccessivamente costoso attivare il rimedio manutentivo del vincolo in questione⁴⁵⁸, il consumatore avrebbe diritto, in secondo luogo, ad una riduzione adeguata del prezzo o alla risoluzione del contratto.

Anche in questo caso l’applicazione di tali rimedi al settore in questione darebbe luogo a non facili questioni interpretative, viepiù se si considera l’assenza di una casistica giurisprudenziale che sia di ausilio per l’operatore del diritto: per esempio, rimarrebbe aperta, ancorché qui se ne escluda la fattibilità, la possibilità o meno di chiedere una riduzione proporzionale del corrispettivo pagato per l’acquisto del *token*, nel caso del suo successivo deprezzamento nei mercati secondari; al contrario, pare che una diminuzione del prezzo potrebbe aversi in relazione al deprezzamento del *token* cagionato dalla non conformità dei beni o dei servizi ad esso sottesi⁴⁵⁹; del pari, tutt’altro che agevole sembra calcolare l’ammontare della riduzione del prezzo, allorché lo stesso sia stato corrisposto in criptovalute: l’assenza di stabilità del loro valore, potrebbe infatti condurre ad esiti problematici, se tra il momento in cui sia stato pagato il corrispettivo e quello in cui sorge l’obbligo di ridurne l’ammontare, il loro valore sia mutato in aumento o in diminuzione; né appare chiaro se una pattuizione della riduzione del prezzo e il conseguente rimborso per la *parte qua* debba essere già inserita all’interno degli *smart contracts* che governano lo scambio originario tra le parti e, in tali casi, come potrebbe prevedersi il relativo esatto ammontare.

Meno problematico potrebbe invece apparire il rimedio risolutorio del vincolo negoziale, il quale farebbe sorgere l’obbligo dell’operatore economico di restituzione di tutti gli importi versati in esecuzione del contratto, indipendentemente dall’avvenuta oscillazione del valore delle criptovalute corrisposte: anche in tal caso, peraltro, il professionista dovrebbe eseguire il

⁴⁵⁷ Per le definizioni di funzionalità, compatibilità e interoperabilità valga rispettivamente il rinvio all’art. 2, nn. 10, 11, 12 della direttiva citata.

⁴⁵⁸ Si v. l’art. 14, par. 4, della direttiva in esame.

⁴⁵⁹ Cfr. Corte giustizia UE, 8 ottobre 2020, n. 641/19 in <https://onelegale.wolterskluwer.it/>, la quale, sia pure con riguardo all’articolo 14, paragrafo 3, della direttiva 2011/83/UE, precisa che deve essere interpretato “*nel senso che, per determinare l’importo proporzionale che il consumatore deve pagare al professionista qualora tale consumatore abbia espressamente chiesto che l’esecuzione del contratto concluso inizi durante il periodo di recesso ed egli receda da tale contratto, occorre, in linea di principio, tener conto del prezzo convenuto in detto contratto per tutte le prestazioni oggetto del contratto medesimo e calcolare l’importo dovuto pro rata temporis. Solo nel caso in cui il contratto concluso preveda espressamente che una o più prestazioni siano fornite integralmente sin dall’inizio dell’esecuzione del contratto, in maniera distinta, a un prezzo che deve essere pagato separatamente, occorre tener conto - nel calcolare l’importo dovuto al professionista in applicazione dell’articolo 14, paragrafo 3, di tale direttiva - dell’intero prezzo previsto per una simile prestazione*”.

rimborso, utilizzando “*lo stesso mezzo di pagamento usato dal consumatore*”⁴⁶⁰ al momento dell’acquisto, sicché, come anticipato, se il pagamento del *token* di utilità è stato corrisposto in criptovalute, il relativo rimborso dovrebbe avere ad oggetto la medesima *specie* di criptovaluta, salvo diversi accordi tra le parti; peraltro, i medesimi obblighi restitutori potrebbero sorgere nelle ipotesi in cui il difetto di conformità sia di non lieve entità e l’art. 14, par. 6, della suindicata direttiva consente al consumatore di recedere dal contratto.

Va inoltre segnalato che l’onere della prova nei giudizi relativi alla conformità del contenuto/servizio digitale graverebbe sull’operatore economico. Da questo punto di vista, dunque, la posizione del consumatore sarebbe più agevole rispetto all’ipotesi in cui volesse contestare il difetto di veridicità o completezza del *white paper*, atteso che, come visto sopra e con i dubbi già espressi, la proposta MiCA alloca in capo all’attore e, dunque, anche in capo al consumatore, l’onere di provare l’avvenuta violazione della disciplina da parte dell’emittente e l’incidenza che detta violazione abbia avuto sulla formazione del consenso al momento dell’acquisto.

3.6 Alcune pratiche commerciali scorrette nel mercato dei *crypto-assets*

Oltre ai rimedi sopra visti, va ribadito che la legislazione comunitaria diretta a garantire la tutela dei consumatori rimane comunque applicabile alle offerte pubbliche di *utility token*, atteso che, come sopra meglio specificato, le stesse sono destinate ai consumatori e implicano una loro relazione con soggetti che esercitano attività d’impresa⁴⁶¹. In quest’ottica, anche le operazioni “esenti” dalla redazione del *white paper*⁴⁶², secondo la stessa proposta MiCA, sarebbero, fra l’altro, tenute al rispetto della legislazione sulle clausole abusive e sulle pratiche commerciali scorrette⁴⁶³.

⁴⁶⁰ Ciò a norma dell’art. 18, par. 2, della suindicata direttiva.

⁴⁶¹ Nello stesso senso cfr. C. PERNICE, *Digital currency e obbligazione pecuniarie*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2018, 281-282.

⁴⁶² Sul punto si v. l’art. 4, par. 2, laddove prevede che l’obbligo di pubblicazione del *white paper* “non si applica quando: (a) le cripto-attività sono offerte gratuitamente; (b) le cripto-attività sono create automaticamente tramite mining a titolo di ricompensa per il mantenimento della DLT per la convalida delle operazioni; (c) le cripto-attività sono uniche e non fungibili con altre cripto-attività; (d) le cripto-attività sono offerte a meno di 150 persone fisiche o giuridiche per ogni Stato membro in cui tali persone agiscono per proprio conto; (e) nell’arco di un periodo di 12 mesi, il corrispettivo totale di un’offerta al pubblico di cripto-attività nell’Unione non supera 1 000 000 EUR o l’importo equivalente in un’altra valuta o in cripto-attività; (f) l’offerta al pubblico delle cripto-attività è rivolta esclusivamente agli investitori qualificati e le cripto-attività possono essere detenute solo da tali investitori qualificati”.

⁴⁶³ Il dato trova conferma anche nel considerando n. 16a della proposta MiCA. In quest’ottica, rimarrebbe applicabile la disciplina della pubblicità ingannevole di cui al D.lgs. 145 del 2007, soprattutto con riguardo alle comunicazioni di *marketing* associate, in alcuni casi, alle offerte al pubblico di *crypto-assets*.

Tale considerazione sembra avvalorata proprio dalla circostanza che l’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, con provvedimento n. 26708 assunto nella sua adunanza del 25 luglio 2017⁴⁶⁴, ha inibito e sanzionato una pratica commerciale scorretta⁴⁶⁵, posta in essere a vario titolo da diverse società e professionisti, che ha coinvolto più di cinquantamila consumatori. La stessa si sostanzialmente nel promuovere l’adesione ad un programma di acquisto e diffusione di “cripto-moneta *Onecoin*”, con la prospettazione ai consumatori, attraverso numerosi siti internet, di ottenere significativi guadagni economici: in particolare, i consumatori venivano invitati ad acquistare dei servizi abbinati ad una certa quantità di *token*, che, a distanza di tempo, avrebbero permesso di ottenere una criptovaluta destinata ad acquisire nel tempo un importante incremento di valore; inoltre, in uno con tali ritorni economici, i professionisti coinvolti evidenziavano ancor più incentivanti guadagni (tramite una serie di *bonus*) se i relativi aderenti avessero attivamente coinvolto altri consumatori nell’operazione⁴⁶⁶.

A fronte di tale pratica, l’Autorità ha quindi ritenuto che la modalità di vendita del “programma” era riconducibile ad uno schema di matrice piramidale in violazione dell’art. 23, co. 1, lett. p), cod. cons. ⁴⁶⁷; e che, al contempo,

⁴⁶⁴ Il provvedimento è consultabile al sito <https://www.agcm.it/>.

⁴⁶⁵ La letteratura in materia di pratiche commerciali scorrette è ricchissima. Valga, fra i tanti, il rinvio a V. MELI – P. MARANO, *La tutela del consumatore contro le pratiche commerciali scorrette nei mercati del credito e delle assicurazioni*, Giappichelli, Torino, 2011; G. DE CRISTOFORO, voce, *Pratiche commerciali scorrette*, in *Enc. dir., Annali*, V, Milano, 2012, 1079; ID., *Pratiche commerciali scorrette e “microimprese”*, in *Nuove leggi civ. com.*, 2014, 30; G. MEO, *op.cit.*, 720; M. BERTANI, *Pratiche commerciali scorrette e consumatore medio*, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, 398, Giuffrè, Milano, 2016; P. SIRENA – D. FARACE, *I contratti bancari del consumatore*, in *I contratti bancari*, a cura di E. CAPOBIANCO, 226.

Sulla recente dir. 2019/2161/UE, intervenuta in modifica e integrazione, tra l’altro, della dir. 2005/29/CE in materia di repressione delle pratiche commerciali scorrette, cfr. L. GUFFANI PESENTI, *Pratiche commerciali scorrette e rimedi nuovi. La difficile trasposizione dell’art. 3, co. 1, N. 5)*, dir. 2019/2161/UE, in *Eur. dir. priv.*, 2021, 4,635;

⁴⁶⁶ In particolare, a dire di tale Autorità, “*L’aspetto centrale del sistema OC, anzi l’unica fonte di reddito, pertanto non è, come i Professionisti sostengono, l’acquisto di pacchetti formazione, l’attività di trasformazione di moneta grezza in OneCoin ovvero l’apprezzamento delle stesse OC, ma l’ingresso di un numero elevato di nuovi soggetti nel sistema, che rappresenta l’unica ed indefettibile condizione per la possibilità di ottenere un corrispettivo economico sia per rientrare dell’investimento iniziale che per amplificare i guadagni che appunto pervengono come bonus riconosciuti, sia in forma percentuale o in forme più complesse a seconda dello sviluppo dello schema, a seguito dell’inserimento di altri consumatori*”.

⁴⁶⁷ Com’è noto, tali pratiche sono considerate scorrette di per sé dall’art. 23, co. 1, lett. p), cod. cons.; inoltre, con la legge n. 173 del 2005, il legislatore ha distinto il fenomeno lecito delle vendite multilivello, che realizzano delle forme di vendita a domicilio, da quelle strutture di vendite invece vietate, “*nelle quali l’incentivo economico primario dei componenti la struttura si fonda sul mero reclutamento di nuovi soggetti piuttosto che sulla loro capacità di vendere o promuovere la vendita di beni o servizi determinati direttamente o attraverso altri componenti la struttura*” (Art. 5, co. 1). Anche la giurisprudenza comunitaria (cfr. Corte di Giustizia, 3 aprile 2014, Causa C-515/12, in <https://eur-lex.europa.eu/>; Corte di Giustizia, 15 dicembre 2016, Causa C-667/15, in <https://eur-lex.europa.eu/>), come evidenziato dal provvedimento in questione dell’AGCM, ha chiarito i caratteri del divieto dei sistemi di promozione a carattere piramidale, che si fonda su tre condizioni cumulative, ossia: “1) la

l'operazione era suscumbibile nel novero delle pratiche commerciali scorrette per la "rappresentazione incompleta, poco trasparente e non veritiera in merito: (i) ai termini ed alle condizioni del Programma proposto ai consumatori; (ii) alla natura effettiva degli impegni che il consumatore assume(va) sottoscrivendo l'adesione al sistema OneCoin; (iii) alle reali possibilità di conseguire guadagni aderendo allo schema proposto dal Professionista e (vi) alle concrete possibilità di conversione della criptomoneta OneCoin"; tutte modalità che, a dire dell'Autorità, inducevano in errore il "consumatore medio"⁴⁶⁸ riguardo alle caratteristiche principali del prodotto ed alla portata degli obblighi dei professionisti, determinando l'assunzione di una decisione di natura commerciale che altrimenti non avrebbe preso, in violazione degli artt. 20 e 21, co. 1, lett. b) e c), cod. cons.

Secondo l'Autorità citata, è la modalità dell'offerta – e non l'operazione in sé – a rendere scorretta una pratica commerciale di vendita al pubblico di *cryptoassets*.

Va però precisato che le possibili scorrettezze di tali operazioni non necessariamente dovranno attenersi al momento dell'offerta, potendosi anche annidarsi in qualunque stadio della durevole permanenza del consumatore sul mercato⁴⁶⁹: il consumatore di *cryptoassets*, anche nei casi di intermediazione degli *exchanges*, è infatti esposto alle azioni abusive o negligenti che possono distorsivamente incidere nel corso del rapporto giuridico.

In questo contesto, occorre domandarsi se gli obblighi informativi della legislazione di settore (*rectius*: MiCA, in prospettiva futura) possano essere assunti a contenuto della fattispecie della "correttezza", ai fini del giudizio sulla pratica commerciale dell'operatore economico, con l'effetto di ricondurre le violazioni degli obblighi di trasparenza nell'area del divieto generale delle pratiche scorrette *ex art. 20, co. 1, cod. cons.* e la possibilità di aprire la strada alla competenza dell'Autorità Garante per l'inibitoria e la rimozione delle

promozione basata sulla promessa di ottenere un beneficio economico, 2) la circostanza che l'avveramento della promessa dipende dall'ingresso di altri consumatori nel sistema e, infine, 3) che la parte più consistente delle entrate che consentono di finanziare il corrispettivo promesso ai consumatori non risulti da un'attività economica reale".

⁴⁶⁸ Sul punto cfr. G. DE CRISTOFORO, *Pratiche commerciali scorrette e "microimprese"*, cit., il quale sottolinea che il "parametro del «consumatore medio» è decisivo anche ai fini dell'applicazione della nozione generale e residuale di pratica commerciale scorretta di cui all'art. 20, comma 2°, c.cons., che postula da un lato la contrarietà della pratica alla diligenza professionale (e cioè la mancata adozione del grado di competenza e attenzione che i consumatori - scil. medi - possono ragionevolmente attendersi venga rispettato dal professionista che pone in essere la pratica commerciale ad essi indirizzata: v. art. 18, lett. h, c.cons.), dall'altro l'attitudine della pratica commerciale a falsare il comportamento economico, in relazione al prodotto, del «consumatore medio» che raggiunge o al quale è diretta (e cioè la sua attitudine ad alterare sensibilmente la capacità del consumatore medio di prendere una decisione consapevole, inducendolo pertanto ad assumere una decisione di natura commerciale che non avrebbe altrimenti preso: v. art. 18, lett. e, c.cons.)".

⁴⁶⁹ Sul punto, sia pure con riguardo alla figura dell'investitore, cfr. G. MEO, *op.cit.*, 720 ss.

scorrettezze. Sul punto, anche in virtù dell'orientamento sopra riportato, sembra che le informazioni veicolate al pubblico tramite il *white paper* possono essere senz'altro considerate dall'Autorità della concorrenza e inglobate nel più ampio giudizio sulla correttezza della pratica, demandato alla sua competenza; può risponderci dunque affermativamente, nel senso che l'assenza di informazioni adeguate e veritiere in ordine alla reale natura, alle caratteristiche, ai rischi dei *token* emessi, nonché circa i modi di calcolo del loro prezzo, potrebbe costituire un elemento indiziario, per la riconduzione dell'operazione nel novero delle pratiche commerciali ingannevoli a norma dell'art. 21, cod. cons.; e in quest'ottica, risulterà anche ingannevole la prospettazione di ingenti guadagni, derivanti dal possibile apprezzamento del valore del *token*, in difetto di elementi istruttori, in sede di apertura del procedimento innanzi all'Autorità, che possano concretamente dimostrarne la fondatezza.

3.7 La vessatorietà di alcune clausole impiegate nella commercializzazione di *utility token*

A conclusione di questo percorso, pare utile fare almeno un cenno alla possibile vessatorietà di talune clausole contrattuali impiegate sovente nei contratti *standard*⁴⁷⁰ conclusi tra il consumatore e l'emittente o la piattaforma di scambio.

Si tratta spesso di pattuizioni che si espongono al noto regime della nullità di protezione a norma dell'art. 36 cod. cons., in quanto riconducibili alla lista grigia di cui all'art. 33, co. 2, cod. cons.⁴⁷¹.

È il caso di quelle clausole che, sia pure con formulazioni negoziali variegata, hanno l'effetto di consentire all'operatore economico di recedere dal contratto senza preavviso (lett. h), oppure di esercitare unilateralmente lo *ius variandi* sulle condizioni contrattuali o sui caratteri dei beni forniti, senza un giustificato motivo pattuito (lett. m), o di stabilire che il prezzo dei beni/servizi sia determinato al momento della consegna della *res* (lett. n) o, ancora, di aumentare eccessivamente il prezzo dell'*asset* fornito senza facoltà di recesso per il consumatore (lett. o).

⁴⁷⁰ Utilizza questa terminologia A. DI MAJO, *Le clausole vessatorie nei contratti con i consumatori*, a cura di G. ALPA – S. PATTI, tomo II, Giuffrè, Milano, 1997, 788, con riguardo a quei contratti in cui una parte provvede a predisporre il contratto, mentre l'altra parte non ha che la scelta tra aderire o rifiutare. Un altro autorevole Autore, A. ASQUINI, in *Scritti giuridici*, III, Cedam, Padova, 1961, 365, soleva discorrere di contratti "precostruiti".

⁴⁷¹ Cfr., con riguardo all'impiego di tali clausole da parte degli *exchanges*, A. CALONI, *Deposito di criptoattività presso una piattaforma exchange: disciplina e attività riservate*, cit., 1094.

Senonché, la riconduzione di tali tipologie di clausole nell'alveo della vessatorietà⁴⁷² non pare scorrere senza problemi esegetici, in quanto proprio le lettere h), m), n) e o) del secondo comma dell'art. 33, cod. cons., non si applicano ai contratti aventi ad oggetto “*valori mobiliari, strumenti finanziari e altri prodotti o servizi il cui prezzo è collegato alle fluttuazioni (...) di un tasso di mercato finanziario non controllato dal professionista*” (art. 33, co. 5, cod. cons.).

Ora, se si condividesse l'indirizzo della natura finanziaria degli *utility token*, allora l'eccezione in parola potrebbe senza dubbio trovare applicazione ai relativi contratti.

A ben vedere, però, anche non qualificando come prodotto/strumento finanziario i *token* in questione, non si potrebbero escludere esiti incerti sul punto, in quanto, la disposizione fa genericamente riferimento anche “*ad altri prodotti o servizi*”, il cui prezzo è destinato ad oscillare per il collegamento con un indice nel mercato finanziario; inoltre, non va omissis che, ai fini dell'accertamento della vessatorietà delle clausole, andrebbero comunque tenute in considerazione la *natura* dei beni/servizi oggetto del contratto e le *circostanze* esistenti al momento della sua conclusione *ex art. 34, cod. cons.*: in questo quadro, quindi, la negoziabilità nelle piattaforme *exchanges* e la possibilità della fluttuazione secondo le dinamiche della domanda e dell'offerta potrebbero assumere un ruolo discrezionale nel ritenere configurata l'eccezione in parola.

Sarà invece difficile contrastare l'eccezione del consumatore circa l'abusività di una delle clausole sopra elencate nei contratti relativi ai *token* di utilità *non negoziabili*, in quanto, in questi casi, il loro valore non è normalmente collegato ad un tasso di mercato finanziario non controllato dal professionista, con la conseguente inoperatività dell'eccezione in questione⁴⁷³; del pari, tale

⁴⁷² La letteratura sul tema della vessatorietà è sterminata. Valga fra tutti il rinvio ad G. ALPA – S. PATTI – C. CARICATO – A. SCARPELLO, (a cura di) *Repertorio di giurisprudenza sulle clausole vessatorie nei contratti dei consumatori*, Giuffrè, Milano, 2004; V. CARBONE, *L'individuazione delle clausole vessatorie tra criteri generali ed elencazioni statistiche*, in *Corriere giur.*, 1996, 1330 ss.; M. CERRATO, *La vessatorietà delle clausole nei contratti del consumatore*, in *I contratti in generale*, IV, tomo I, *Condizioni Generali, Clausole Vessatorie, Consumatori*, in *Il diritto privato nella giurisprudenza*, a cura di CENDON P., Utet, Torino, 2004, 143 ss.; A. DI MAJO, *Le clausole vessatorie nei contratti con i consumatori*, cit., 788 ss.; V. ROPPO, *Nuova disciplina delle clausole abusive*, in *Scritti in onore di Mengoni*, I, Milano, 1995, 700 ss.; L. VALLE, *L'inefficacia delle clausole vessatorie*, Cedam, 2004, 129 ss.

⁴⁷³ Peraltro, appare utile ricordare che, in materia di contrattazione online, l'approvazione delle clausole vessatorie con il c.d. “point and click” non sia conforme all'art. 1341 c.c. Sul punto cfr. quanto deciso da Trib. Catanzaro, 30 aprile 2012, in <https://dejure.it/>, secondo il quale “è pacifico oramai che, vigendo nel nostro ordinamento il principio di libertà delle forme, la tecnica “del tasto virtuale” o “point and click”, utilizzata normalmente nella contrattazione telematica, è sufficiente a manifestare il consenso contrattuale e ritenere perfezionato il contratto, laddove si tratti di contratto a forma libera”; mentre con riguardo alle clausole vessatorie online, l'opinione dottrinale prevalente alla quale il Tribunale aderisce, ritiene che non sia sufficiente la sottoscrizione del testo contrattuale, essendo necessaria “la specifica sottoscrizione delle singole clausole, che deve essere assolta con la firma digitale. Dunque, nei contratti telematici a forma libera il contratto si perfeziona mediante il tasto negoziale virtuale,

regime di esenzione non sembra poter operare per le clausole di fissazione del prezzo che adottano meccanismi improntati all'*open price*, in cui il prezzo finale non è collegato alle fluttuazioni di un corso di un indice di borsa o di un tasso di mercato finanziario⁴⁷⁴.

Potrebbero invece determinare a carico del consumatore un “*significativo squilibrio dei diritti e degli obblighi derivanti dal contratto*” ex art. 33, co. 1, cod. cons., quelle clausole che garantiscono all'emittente di pubblicare quotazioni e prezzi revocabili o di impiegare metodi per la loro determinazione poco trasparenti o discriminatori; non a caso, infatti, i fornitori di servizi per le crypto-attività autorizzati a scambiare crypto-attività con moneta fiduciaria o altri *crypto-assets* sono obbligati a pubblicare un prezzo fisso e un metodo per determinarlo (art. 69, par. 4, MiCA)⁴⁷⁵, dovendo adottare anche politiche efficaci per prevenire, individuare e gestire i conflitti di interesse collegati alla sottostima o sovrastima del prezzo proposto per il collocamento delle crypto-attività⁴⁷⁶.

ma le clausole vessatorie saranno efficaci e vincolanti solo se specificamente approvate con la firma digitale”. Cfr. sul punto, S.A. CERRATO, *Appunti su smart contract e diritto dei contratti*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2020, 3, 370 ss.

⁴⁷⁴ In tema di prezzo di vendita aperto relativo alle azioni cfr. P. GIUDICI – S. LOMBARDO, *La tutela degli investitori nelle IPO con prezzo di vendita aperto*, secondo i quali, per salvare dal giudizio di vessatorietà le clausole che prevedono il meccanismo del prezzo aperto, deve dubitarsi “*che possa essere di soccorso l'art. 34, comma 3, cod. cons., secondo cui non sono vessatorie le clausole che riproducono disposizioni di legge. La clausola dell'open price, infatti, non riproduce l'art. 95-bis T.U.F. La norma del testo unico afferma semplicemente (argomentando a contrario) che l'accettazione può essere resa irrevocabile se è indicato un prezzo massimo o i criteri in base ai quali il prezzo definitivo di offerta è determinato. Non è dubbio che il sistema normativo conosca il meccanismo dell'open price e si curi di garantirne la correttezza; ma non si può certo affermare, per esentare dal campo di applicazione delle clausole vessatorie, che le clausole contenute nei prospetti riproducano una disposizione di legge*”; al contrario, gli AA. affermano che “*Per salvare da vessatorietà le clausole che prevedono il meccanismo del prezzo aperto si potrebbe, ancora, affermare che, attraverso il bookbuilding, il prezzo è individuato secondo criteri obiettivamente determinati, sottoposti a controlli e sanzioni pubbliche, che impediscono un sostanziale squilibrio dei diritti e degli obblighi di chi propone l'investimento e del consumatore che aderisce irrevocabilmente all'offerta*”.

⁴⁷⁵ Sul punto cfr. anche il considerando n. 61 MiCA.

⁴⁷⁶ Va precisato che il tema della determinazione del prezzo dei titoli digitali, ancorché per evidenti ragioni esula dal presente lavoro, potrebbe sollevare le medesime preoccupazioni che in dottrina sono sorte in tema di fissazione del prezzo delle azioni da collocare nel contesto di una *IPO*: è da tempo, infatti, segnalato dalla dottrina la tendenza a gonfiare il prezzo di offerta delle azioni, con la sua successiva ricaduta all'apertura delle negoziazioni. Sovente accade infatti che la determinazione del prezzo è gestita in modo poco trasparente e con ampia discrezionalità da parte degli intermediari collocatori, nell'interesse dell'emittente o comunque degli azionisti di controllo; tant'è che, onde giungere a valutazioni eque in relazione agli strumenti da collocare, in via di prassi sono state elaborate tecniche di fissazione del prezzo delle azioni in cui assumono un ruolo rilevante gli investitori qualificati (come nel caso del metodo di origine statunitense del *book-building*). Anche in tal ultimo caso, è possibile che si annidino irregolarità nella determinazione del prezzo dei titoli (per esempio, può accadere che la forchetta di prezzo indicata nel prospetto relativo all'offerta sia eccessivo o comunque non coerente con valorizzazione dell'emittente); il che potrebbe dar luogo all'esercizio da parte degli investitori *retail* anche di azioni per la responsabilità da prospetto nei confronti dell'emittente o del responsabile del collocamento, a seconda delle informazioni non veritiere ivi contenute. A fronte

Non paiono invece rientrare nel novero della lista grigia di cui all'art. 33, co. 2, cod. cons. quelle pattuizioni che non garantiscono la commerciabilità dell'*asset* fornito, trattandosi di una mera qualità del *disegn* del titolo digitale, che andrebbe comunque resa nota prima della stipulazione contrattuale al consumatore.

Ancora, più controversi sarebbero gli accordi in virtù dei quali "l'emittente non garantisce la realizzazione e/o lo sviluppo del bene/servizio o della piattaforma cui il *token* dovrebbe dare accesso"⁴⁷⁷; ipotesi ancor più sbilanciata in danno del consumatore se le stesse parti convergessero sulla circostanza che l'accordo abbia carattere aleatorio (così da evitare la nullità del contratto, se la cosa non dovesse venire ad esistenza ai sensi dell'art. 1472, co. 2, c.c., ove qualificato come vendita di cosa futura).

Peraltro, in quest'ultimo caso, se non accettata l'aleatorietà della pattuizione, potrebbero sorgere sospetti, fra le altre cose, in ordine alla possibile nullità dell'intero accordo per difetto genetico di una causa concreta diretta a sorreggere il trasferimento di denaro dal consumatore all'operatore economico ex art. 1418, co. 2, c.c. Sul punto, giova però rammentare che proprio la qualificazione dei *token* di utilità come contenuti/servizi digitali, potrebbe condurre ad risultati esegetici più certi, dato che l'art. 11 della direttiva 770/2019/UE disciplina l'ipotesi della responsabilità dell'operatore economico per la mancata venuta ad esistenza del contenuto o del servizio digitale⁴⁷⁸, concedendo al consumatore di recedere dal contratto, dopo aver infruttuosamente invitato il fornitore ad adempiere (art. 13, par. 1, direttiva 2019/770).

La qualificazione in questi termini dei *token* di utilità, come si è visto, è però solo una possibile soluzione esegetica avanzata da chi scrive, che potrà essere confermata con più chiarezza entro il 12 giugno 2024, data entro cui la Commissione europea dovrà riesaminare l'applicazione della direttiva in questione, pubblicando una relazione che valuterà, tra l'altro, l'opportunità di armonizzare le norme ivi contenute ai contenuti e servizi digitali *diversi* da quelli espressamente adesso contemplati.

della posizione passiva che assumono gli investitori al dettaglio rispetto ai meccanismi di formazione del prezzo, mentre una dottrina ha lamentato la carenza di strumenti (sanzionatori) idonei al loro bisogno di tutela, altra parte ha ritenuto applicabile alla fattispecie in discorso la disciplina dell'arbitraggio di parte ex art. 1349 c.c. In argomento cfr. F. ACCETTELLA, *op.cit.*, 191 ss.; v. pure S. LOMBARDO, *Stabilization and Underpricing in IPOs*, cit. 49 ss.; P. GIUDICI – S. LOMBARDO, *La tutela degli investitori nelle IPO con prezzo di vendita aperto*, cit., 907 ss.; F. PALMUCCI, *IPO underpricing: il prezzo della liquidità*, cit., 237; A.P. LJUNGQVIST, cit. 375; M.Á. ACEDO-RAMÍREZ – F.J. RUIZ-CABESTRE, *op.cit.*, 485

⁴⁷⁷ Cfr. il citato parere dell'Agenzia delle Entrate n. 110 del 2020 relativo ad una fattispecie negoziale contenente, fra l'altro, proprio tali clausole.

⁴⁷⁸ L'art. 5 della direttiva in questione obbliga infatti l'operatore economico a fornire il contenuto o il servizio digitale senza indebito ritardo dopo la conclusione del contratto, salvo diverso accordo tra le parti in ordine ai tempi della fornitura. A livello nazionale, cfr. l'art. 135-*decies* cod. cons.

Quella sede, come si diceva, potrà costituire un'occasione decisiva per chiarire la riconducibilità o meno dei *token* di utilità alla categoria dei contenuti/servizi digitali; con l'effetto, in caso di risposta affermativa, di condurre ad un'integrazione più compiuta e armonizzata dei diversi regimi protettivi: se, infatti, in prospettiva futura, la proposta MiCA si candida a regolare gli obblighi informativi e il diritto di recesso del consumatore, la direttiva 770/2019/UE potrebbe invece fungere da garanzia per il consumatore in ordine all'esistenza e alla conformità dei beni o dei servizi venduti mediante tali tipi di cripto-attività; l'una senza escludere l'altra.

CONCLUSIONI

Al termine di questo lavoro, sembra doveroso indicare i principali risultati cui si è giunti e i profili che in futuro meriterebbero di essere approfonditi: in particolare, tali cenni conclusivi riguarderanno: **i)** l'utilità di mantenere una classificazione (e quale) dei *token* emessi nel contesto di un'offerta pubblica; **ii)** la qualificazione giuridica dei *token* di utilità qui oggetto di esame; **iii)** la/e disciplina/e applicabile/i ai fenomeni ibridi; **iv)** e le principali tecniche di tutela del consumatore che aderisce all'offerta.

i) Come si è anticipato, nell'ambito delle offerte al pubblico di *crypto-assets*, l'emittente è libero di determinare la struttura e la funzione che in concreto il *token* offerto può assumere. Tale varietà, in uno con l'assenza di una terminologia comune e di una compiuta regolazione, ha sollevato non pochi dubbi in ordine ad una loro possibile classificazione tipologica.

Al momento non esiste una classificazione positiva dei *token* emessi nel contesto di una *ICO*. Quella maggiormente condivisa a livello comunitario è la classificazione tripartita proposta dall'Autorità federale di vigilanza svizzera sui mercati finanziari (FINMA), che, seguendo un approccio orientato alla funzione economica dell'*asset* offerto, distingue tra *investment*, *payment* e *utility token*.

Benché la stessa non sia condivisa da una parte della dottrina, perché alcuni *token*, come gli *utility*, assommerebbero anche le funzioni di pagamento e di investimento, si è ritenuto nel presente lavoro che la stessa andrebbe invece mantenuta e anzi rafforzata.

I rilievi adottati contro l'utilità della classificazione sopraindicata⁴⁷⁹ non appaiono infatti sufficienti a privarla di significato, in quanto la funzione di pagamento dei *token* di utilità è limitata all'acquisto dei beni/servizi forniti dall'emittente e non è invece estesa ad ogni rapporto coi terzi; inoltre, va considerato che non tutti i *token* di utilità sono negoziabili. A ciò va aggiunto che, pur a voler condividere le preoccupazioni dell'indirizzo opposto, si finirebbe comunque per ritenere meritevole di mantenimento la classificazione tripartita, perché se i *token* di utilità realizzano, anche in parte, le funzioni proprie delle altre tipologie, quest'ultime invece non riflettono alcuna funzione di consumo.

Allo stesso modo, non appare condivisibile l'approccio che critica la suindicata tassonomia in quanto fondata solamente su una ricostruzione, definita "*bottom-up*", del contenuto *ex se* e della funzione del *token*, dovendosi, secondo quest'ottica, preferirsi un metodo di analisi "*top-down*", che non trascuri la dimensione dinamica del fenomeno ossia la "circolazione" e lo "scambio" di tali

⁴⁷⁹ Cfr. D. BOREIKO – G. FERRARINI – P. GIUDICI, *Blockchain Startups and Prospectus Regulation*, cit.

valori digitali nei mercati secondari⁴⁸⁰. Come evidenziato, infatti, un'osservazione unicamente dinamica – fondata prioritariamente sulla negoziabilità del *token* o meno – giungerebbe anch'essa a risultati spuri; al contrario, come condivisibilmente sottolineato in dottrina⁴⁸¹, sembra possibile giungere ad una compiuta qualificazione giuridica, adottando piuttosto una visione d'insieme che guardi alla funzione in concreto del titolo digitale emesso; in quest'ottica, il criterio della “negoziabilità”, posto al centro dell'approccio “*top-down*”, appare “uno” tra i diversi elementi che dovrebbe tenersi in considerazione in punto di qualificazione del *token* (v. § 2.2.).

ii) Come si è detto, gli *assets* digitali qui oggetto di esame sono stati i *token* di utilità, ossia quelli che attribuiscono il diritto al detentore di accedere a beni o servizi forniti esclusivamente dall'emittente.

L'analisi della loro natura giuridica ha richiesto, sotto il profilo funzionale, un doppio passaggio interpretativo: **a)** il primo diretto a esaminare se gli stessi possano essere sussunti nelle categorie degli strumenti/prodotti finanziari o in quella diversa dei mezzi di pagamento; **b)** il secondo, cui si è approdato per l'esito negativo del primo, condotto per fornire una qualificazione alla luce di altre categorie di tipo consumeristico.

a) Nel tentare di seguire questo metodo di analisi, è stato utile distinguere in due sotto-tipologie la categoria qui esaminata: gli *utility token* puri e quelli negoziabili nelle piattaforme secondarie (gli *exchange*).

Si è visto che, rispetto ai primi, è possibile giungere a risultati interpretativi più certi: se, sotto il profilo strutturale, l'offerta ha ad oggetto *assets* che attribuiscono diritti “di consumo” all'utente, senza la possibilità (o con una facoltà del tutto occasionale) per quest'ultimo di una loro rivendita presso le piattaforme di scambio di cripto-attività, allora è evidente che gli stessi non possano collocarsi nel campo degli strumenti finanziari, difettando, tra l'altro, il requisito della “negoziabilità” in un “mercato di capitali”.

Notevoli problemi interpretativi, invece, sono stati esaminati per l'altra sotto-tipologia di *assets* qui esaminata, che si allontana da una esclusiva funzione di consumo, per la facoltà concessa al possessore di negoziare il valore presso i mercati secondari soprарichiamati; come si è visto, se a tale profilo si aggiunge che, nell'ambito delle offerte al pubblico, tali *utility* possono essere emessi anche in modo standardizzato e formare una “classe di titoli” con determinate qualità, allora risulta evidente l'affinità con i *token* di investimento e, dunque, la possibilità di sussumerli nella categoria dei “*transferable*

⁴⁸⁰ F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, cit., 8 ss.

⁴⁸¹ Cfr. C. SANDEI, *Le initial coin offering nel prisma dell'ordinamento finanziario*, cit., 405.

securities” di cui all’art. 4, co. 1, n. 44, MiFID II (e all’art. 1, co. 1-*bis*, T.u.f. a livello nazionale).

In ragione di tali caratteri, come precisato, sono state esaminate due principali correnti di pensiero. La prima ritiene sufficiente la sussistenza dei soli requisiti formali – o, secondo una prospettiva affine, la negoziabilità e il rischio finanziario insito all’acquisto – per la qualificazione degli *assets* digitali in termini di “*transferable securities*” e, conseguentemente, per il loro assoggettamento alla relativa disciplina.

In questo lavoro, si è invece preferito aderire alla lettura più flessibile che esclude i *token* di utilità dalla riconduzione nelle suindicate categorie finanziarie, ponendo al centro del problema qualificatorio tre questioni di fondo.

Anzitutto si è cercato di dimostrare che il fascio di diritti e di obblighi di cui è titolare il detentore di tali tipi di *token* non pare accostabile rispettivamente a quello degli azionisti, degli obbligazionisti o dei titolari degli altri strumenti finanziari derivati (v. § 2.4.2.2).

In secondo luogo, si è messo in luce che per i titolari di tali tipi di *token* non sussiste lo stesso “concreto bisogno di protezione” proprio degli investitori *retail*: non è sembrato, tra l’altro, che i primi siano portatori di un interesse ad avere informazioni circa la situazione finanziaria, i risultati o l’andamento economico della società emittente, alla stregua della disciplina del prospetto informativo *ex art 94-bis* T.u.f., potendo questi essere meglio protetti con i rimedi di impronta consumeristica, a garanzia dell’*esistenza* e della *conformità* dei beni sottesi all’*asset* digitale (v. § 2.4.2.1).

In terzo luogo, si è sottolineato che, i *token* di utilità sono negoziati o scambiati su piattaforme che non sembrano al momento essere qualificate dai legislatori nazionali ed europeo come tradizionali sedi di negoziazione riconosciute e, del resto, il solo requisito della negoziabilità non pare mettere in discussione la funzione consumeristica dell’operazione in concreto; anche questo è sembrato un dato che conduce i *token* in questione al di fuori dal perimetro degli strumenti finanziari.

A livello nazionale, l’esame circa la natura finanziaria dei *token* di utilità è stato condotto su un doppio livello, ipotizzando che quei *token* che non siano riconducibili in una delle sottocategorie degli strumenti finanziari possano pur sempre essere ricondotti nel cerchio più esterno del sistema mobiliare, ossia nella categoria residuale di “*ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*” a norma dell’art. 1, co. 1, lett. u), T.u.f.

Come si è visto, la definizione di prodotti finanziari atipici intesa in senso tradizionale potrebbe in sé astrattamente prestarsi a ricomprendere anche i *token* di utilità privi di una componente finanziaria, in quanto la fattispecie degli *utility token*, benché soddisfi una funzione di consumo, sovente implica un impiego di denaro per l’acquisto di un bene, attribuendo all’utente un (eventuale) margine di guadagno in caso di rivendita e, quindi, un (possibile) rischio correlato

all'impiego del capitale; viepiù se si considera che tale profilo di “rendimento” spesso viene enfatizzato nel *white paper* collegato all'operazione, per incentivare all'acquisto i possibili aderenti all'iniziativa. In questi termini, potrebbe ritenersi che una gran parte dei *token* di utilità siano soggetti alla *vis attractiva* della categoria residuale dei prodotti finanziari atipici, atteso che gli ultimi orientamenti della Consob⁴⁸² e la più recente giurisprudenza di legittimità valorizzano, quale elemento discrezionale, le modalità dell'offerta con cui si enfatizza la possibilità per gli aderenti di conseguire ritorni economici⁴⁸³ (cfr. § 2.4.3).

Tale prospettiva, come detto, non appare tuttavia qui condivisibile, perché tende a ricomprendere indistintamente nell'alveo della categoria più ampia dei prodotti finanziari “atipici” anche quei *token* che presentano rilevanti connotati consumeristici, ma che al contempo sono promossi fra il pubblico (in taluni casi, anche inappropriatamente) come “proposte di investimento” per la possibilità di ottenere un guadagno dalla rivendita dell'*asset*.

Si ritiene, invece, che dovrebbe essere la funzione in concreto dell'operazione complessiva a dover determinare, sulla base di puntuali criteri esegetici, la qualificazione del *token* offerto e non già la mera modalità dell'offerta o le eventuali motivazioni individuali di guadagno degli utenti che, se certamente possono essere degli indici, non dovrebbero invece assurgere ad elementi decisivi per la fattispecie. In quest'ottica, si è preferito ritenere che l'acquisto di un *token* di utilità che dia accesso a beni o servizi, ancorché mosso dall'intento di ottenere un guadagno per il suo eventuale sovrapprezzo in sede di rivendita, vada posto a raffronto con il bisogno consumeristico dell'aderente: se la funzione che sorregge l'operazione di vendita si fonda sul soddisfacimento di interessi di consumo, allora la *res* digitale offerta dovrebbe esulare dal novero della categoria finanziaria, ancorché la stessa possa attribuire al detentore margini positivi di guadagno a seguito del suo ritrasferimento; ciò a meno che l'operazione abbia quale suo essenziale fondamento la prospettiva per l'utente di ottenere un rendimento passivo derivante dalla “detenzione” o dal “mantenimento” del *token* medesimo, risultando per questi indifferente la sussistenza e il godimento del bene o del servizio sotteso (spesso questo avviene nelle diffuse pratiche di “*staking*” o di “*farming*”, in cui il detentore deposita e “vincola” una certa quantità di cripto-attività presso una piattaforma prescelta, al fine di ottenere regolarmente un quantitativo di *assets* ulteriore, come rendita passiva o interesse).

Questo approccio sembra trovare conferma in una risalente pronuncia della Consob, a dire della quale non rientrano nella nozione di sollecitazione finanziaria “*le operazioni di investimento in attività reali o di consumo, cioè le*

⁴⁸² Consob, “Audizione della Consob sulla vicenda della vendita di diamanti tramite il canale bancario”, cit.

⁴⁸³ Cass., pen., Sez. II, 10 novembre 2021, cit.

operazioni di acquisto di beni e di prestazioni di servizi che, anche se concluse con l'intento di investire il proprio patrimonio, sono essenzialmente dirette a procurare all'investitore il godimento del bene, a trasformare le proprie disponibilità in beni reali idonei a soddisfare in via diretta i bisogni non finanziari del risparmiatore stesso"⁴⁸⁴.

Com'è evidente, non sempre in concreto è facile tracciare una linea di demarcazione tra ciò che ricade nel campo consumeristico e quello che invece è assorbito nelle categorie finanziarie; sicché si ritiene siano utili taluni indizi elaborati a livello casistico come: i) l'immediato godimento delle utilità da parte del consumatore; ii) l'assenza di prospettati rendimenti proporzionati al capitale impiegato del consumatore e unicamente collegati ad attività dell'emittente; iii) l'assenza di obblighi di riacquisto dei *token* da parte dell'emittente.

Allo stesso modo, si è evidenziato che, ai fini qualificatori, andrebbero chiarite e distinte meglio l'effettiva promessa di rendimento del proponente dall'atteso incremento di valore del capitale impiegato dell'utente: senza troppo addentrarsi nelle argomentazioni ivi spese, si è ritenuto che per configurare un investimento di tipo finanziario, con l'acquisto dei *token* di utilità, non sembra sufficiente il mero guadagno derivante dalla rivendita del bene, essendo invece necessario, come sottolineato da tale indirizzo della Consob, che "*l'atteso incremento di valore del capitale impiegato (ed il rischio ad esso correlato) sia elemento intrinseco all'operazione stessa*"; nel caso di specie, la facoltà di disposizione del bene e la conseguente possibilità di ottenerne un ricavato per la vendita in un mercato secondario *ad hoc* non pare siano elementi "intrinseci", sembrando piuttosto delle forme indirette di godimento della *res*.

Ciò posto, si è inoltre cercato di dimostrare che v'è un ulteriore profilo che spinge a ritenere che la categoria dei *token* di utilità non vada qualificata alla stregua dei prodotti/strumenti finanziari.

Tale profilo è desumibile da un raffronto con l'ultima categoria che si inserisce nel novero della classificazione tradizionale sopra indicata: quella dei *token* di pagamento. Come visto, ad allontanare questa tipologia dalla categoria degli strumenti finanziari è la caratteristica, riconosciuta dalla giurisprudenza e dalla dottrina prevalente, di essere impiegati come strumento di pagamento volontariamente accettato dalle parti, dato che, a norma dell'art. 1, co. 2, T.u.f. "*gli strumenti di pagamento non sono strumenti finanziari*". Tale profilo, sia pure con caratteri diversi, pare essere presente anche nella categoria degli *utility*, atteso che gli stessi vengono impiegati come mezzo di scambio per l'accesso ai beni o servizi unilateralmente predisposti dall'emittente.

b) Ciò chiarito, si è dato poi corso al secondo passaggio interpretativo, volto a fornire una qualificazione dei *token* qui oggetto di esame, alla luce delle

⁴⁸⁴ Consob, Comunicazione n. DAL/97006082 del 10 luglio 1997, cit.

categorie consumeristiche (v. § 2.6). In quest’ottica, dopo aver fatto cenno al § 2.6.1 ai non divisibili tentativi ricostruttivi proposti in dottrina, nei termini di vendita di cosa futura *ex art. 1472 c.c.* o commercializzazione a distanza di servizi finanziari a norma dell’art. 67-*bis* cod. cons., si è ritenuto che l’offerta dei *token* di utilità, ove accettata, possa dar luogo ad un “*contratto in cui l’operatore economico fornisce, o si impegna a fornire, contenuto digitale o un servizio digitale al consumatore e il consumatore corrisponde un prezzo o si impegna a corrispondere un prezzo*”, a norma dell’art. 3, co. 1, della nuova direttiva (UE) 2019/770 del 20 maggio 2019, attuata nel nostro ordinamento con il D.lgs. n. 173 dello scorso 4 novembre 2021.

Si è messo in evidenza che, da un punto di vista fenomenologico, gli *utility token* costituiscono una “stringa alfanumerica” in formato digitale che presenta gli stessi caratteri di ogni altro “*contenuto digitale*” *ex art. 2, n. 1*, della direttiva suindicata: in particolare, al pari di quest’ultimo, anche i *token* qui esaminati consistono in dati accessibili in via digitale, sono tendenzialmente neutrali rispetto al mezzo impiegato per trasmetterli (non rileva quale sia il supporto utilizzato per il loro trasferimento), sono per loro stessa natura inconsumabili e presuppongono che il consumatore abbia a disposizione tecnologie informatiche che gli consentano ad essi l’accesso.

È stato inoltre messo in luce che i *token* di utilità attribuiscono al possessore il diritto di accedere a beni o servizi sovente forniti anch’essi digitalmente da una *start-up* con ampie capacità tecnologiche. Da qui, stante anche l’ampiezza delle definizioni impiegate dal legislatore europeo, la possibilità di ricomprendere la fattispecie in parola anche nel contratto di fornitura di “*servizio digitale*”, allorché il *token* dia specificamente diritto al consumatore di creare, trasformare, archiviare dati, o accedervi in formato digitale.

La riconduzione ai contratti in esame sembra possibile anche perché gli stessi sono conclusi a distanza e garantiscono una singola o una *serie di forniture* di beni o servizi, al pari di quanto avviene nei rapporti tra emittente di *utility* e consumatore: a dimostrazione di come la qualificazione in parola bene si attagli al fenomeno in parola è stato richiamato l’esempio dei citati *token* “*Filecoin*”, per i quali non sembra possa negarsi che l’accordo che li riguarda possa qualificarsi come un “*contratto in cui l’operatore economico*”, dietro pagamento del prezzo (*rectius* moneta avente corso legale o criptovalute), “*fornisce, o si impegna a fornire*” un servizio digitale che consente al consumatore di “*archiviare i dati*” e “*di accedervi in formato digitale*”, a norma dell’art. 2, par. 1, n. 2, lett. a) della direttiva in esame.

Si è inoltre cercato di dimostrare che la qualificazione nei termini suesposti non confligge neppure con l’elencazione esemplificativa che la direttiva *de qua* pone con riguardo alla sua applicazione. Anzi, in questa prospettiva, si è evidenziato come la Commissione europea si sia impegnata a

riesaminare l'applicazione della direttiva in questione entro il 12 giugno 2024, pubblicando una relazione che valuterà, tra l'altro, l'opportunità di armonizzare le norme ivi contenute ai contenuti e servizi digitali *diversi* da quelli espressamente da essa contemplati: tale relazione, dunque, potrà costituire un momento decisivo per chiarire la riconducibilità dei *token* in questione alla categoria dei contenuti e dei servizi digitali.

iii) Ciò posto, prima di giungere ai rimedi relativi alla categoria in questione, è sembrato necessario affrontare un ulteriore problema esegetico che riguarda il mercato dei *token* di utilità: il fenomeno delle ibridazioni. Come si è visto al § 2.7, non poche sono le questioni sollevate dai *token* ibridi: in particolare, è risultato difficile ricondurre ad unità le ipotesi che nel concreto possono assumere caratteri molto diversi fra loro, per le quali non sono chiari i criteri in base ai quali individuare la/e disciplina/e applicabile/i.

Nel presente lavoro, è stato opportuno circoscrivere l'analisi ad alcune fattispecie, come i *token* di utilità che, in uno con i loro caratteri di consumo, combinano alternativamente elementi di investimento (§ 2.7.1) o di pagamento (§ 2.7.2), o quelli che presentano tutte e tre le funzioni (§ 2.7.3).

Con riguardo ai *token* che combinano la funzione di consumo con quella di investimento, si è visto che una parte della dottrina ritiene che gli stessi debbano essere qualificati come “*transferable securities*” secondo la disciplina MiFID II, alla stregua di quanto fatto, nell'ordinamento statunitense, dalla SEC che ha qualificato taluni *token* ibridi come *investment contract*, assoggettandoli alla disciplina dei *securities*; di altro avviso è invece l'orientamento che ritiene che, al fine di determinare la disciplina applicabile, occorrerebbe guardare alla causa prevalente dell'operazione: se, nella concreta operazione, a predominare è la causa (*rectius*: la componente) finanziaria, allora troverebbe applicazione la disciplina dei strumenti/prodotti finanziari, al contrario quella consumeristica.

Si è messo in evidenza che il criterio della prevalenza si risolve in una formula in bianco, la cui difficoltà si riduce nel predeterminare i suoi indici rilevatori.

È stato allora sostenuto che la particolarità della fattispecie crittografata, capace di ricomprendere in una stessa unità digitale situazioni giuridiche soggettive nettamente diverse, consiglia di percorrere un'altra strada interpretativa che *combina* le discipline coinvolte, in quanto compatibili. In tal modo, i diritti attribuiti al detentore potrebbero essere regolati *in parte qua* a seconda della disciplina applicabile: ad esempio, quelli relativi ai diritti di voto o agli utili secondo la relativa disciplina del diritto societario (artt. 2350-2351 c.c.), mentre, quelli attinenti alla conformità dei beni/servizi dell'emittente, secondo la prospettiva qui adottata, alla stregua della nuova direttiva (UE) 2019/770 del 20 maggio 2019; peraltro, è risultato utile segnalare che, ove si adottasse l'ottica qui avanzata, in caso di eventuali antinomie, sarebbero

recessive le disposizioni della suindicata disciplina di consumo *ex art. 3, par. 7*, della direttiva UE n. 770 del 2019.

Anche con riguardo ai *token* che combinano una funzione di consumo con quella di pagamento, non si è ritenuto condivisibile accedere al criterio della prevalenza, giacché condurrebbe a risultati non condivisibili riportati al § 2.7.2; per questo, si è preferito adottare un approccio che non miri all'esclusiva applicazione delle norme relative alla parte predominante del *token* emesso, ma piuttosto *combini* le diverse discipline nei limiti della loro compatibilità.

Rimane aperta e meritevole di ulteriori futuri approfondimenti la complessa questione dei *token* che assommano tutte e tre le funzioni delle distinte categorie soprarichiamate. In tali casi appare tutt'altro che agevole trovare una soluzione esegetica che riesca a contemperare le diverse situazioni giuridiche soggettive ascrivibili ai detentori di tali assets. Nel tentativo di fornire una soluzione, è stato precisato che potrebbe essere utile percorrere, anche per essi, la strada della combinazione delle distinte discipline applicabili alle singole situazioni giuridiche derivanti dalla detenzione del *token* medesimo: in tal modo, ad esempio, il diritto di voto o agli utili sarebbe regolato dalla disciplina del diritto societario (artt. 2350-2351 c.c.), quello alla conformità dei beni o servizi forniti – nella prospettiva qui adottata – dalla nuova direttiva (UE) 2019/770 del 20 maggio 2019, e quello all'impiego della criptovaluta, come strumento di pagamento, dalle regole convenzionalmente pattuite dalle parti.

iv) Così prospettate le principali questioni qualificatorie, ci si è soffermati nel III capitolo sugli strumenti di protezione del soggetto che aderisce all'offerta di *token* di utilità.

L'individuazione delle principali tecniche di tutela dell'aderente è risultato ancor più importante per il fatto che la proposta MiCA appare carente sul versante rimediale, limitandosi a prescrivere in capo all'emittente l'obbligo di notifica all'Autorità competente e pubblicazione sul proprio sito *web* del relativo *white paper* (art. 4, par. 1, lett. b), c), d)), nonché l'obbligo di garantire agli aderenti un diritto di recesso *ad nutum* entro quattordici giorni dal perfezionamento dell'acquisto di tali cripto-attività (art. 12).

Si è ritenuto che, anche nel contesto dei *token* di utilità, al pari di quanto sottolineato da autorevole dottrina nel campo dei valori mobiliari, la protezione degli oblati possa operare su due distinti livelli: prima di tutto, in relazione alla fase preordinata al perfezionamento dell'accordo, che necessita di una “*tutela procedimentale indifferenziata*” attinente al rapporto generico di massa fra operatore e il pubblico dei consumatori-risparmiatori e, in secondo luogo, in relazione all'acquisto definitivo del titolo digitale, in cui dovrebbe operare una

“*tutela procedimentale individualizzata*”⁴⁸⁵ relativa ai diritti del singolo aderente all’operazione.

Rispetto al primo livello, si è rilevato che, benché, ormai da tempo, sia stata messa in discussione l’utilità degli obblighi informativi a carico dell’operatore economico ai fini della tutela degli oblati, il legislatore europeo intende fondare la loro protezione sulla pubblicazione di un *white paper*, rendendo attuali i tradizionali dibattiti che erano sorti in tema di prospetto informativo (v. §§ 3.2, 3.2.1, 3.2.1.1). Questo profilo, come precisato al 3.2.1.2, non va però enfatizzato, giacché, in ragione della funzione di consumo degli *utility token* e della modalità della loro vendita, altri obblighi informativi per l’operatore economico potrebbero comunque discendere dalla disciplina euro-unitaria sui contratti a distanza *ex art. 6* della direttiva 2011/83/UE.

Si è inoltre ritenuto proficuo concentrare l’attenzione su uno dei principali “limiti” della proposta MiCA in materia, ossia l’allocazione dell’onere probatorio in capo al consumatore, in caso di “*responsabilità da white paper*”, anche in difetto di un controllo *ex ante* sul documento preliminare all’offerta (cfr. §§ 3.2.2 e 3.2.3). Detta “scelta allocativa” è sembrata porsi in contrasto con il disposto di cui all’art. 6, par. 9, della Direttiva 2011/83/UE, che, in materia di contratti a distanza, addossa invece sul professionista l’onere di dimostrare il relativo adempimento degli obblighi informativi; seguendo questa linea, non è apparsa fondata la *ratio* che conduce, in tema di contratti a distanza, ad addossare il relativo peso probatorio sull’operatore economico, mentre, in materia di acquisto a distanza di *assets* di consumo, in capo all’utente; ed è stato criticato, inoltre, l’approccio MiCA che prevede la medesima disciplina in punto di onere probatorio, senza che sia esteso a tutte le categorie di *token* lo stesso controllo preventivo dell’Autorità competente.

Con riguardo al secondo livello, è stato invece indagato se, nei casi non (ancora) coperti dall’iniziativa regolamentare, il consumatore possa invocare il diritto di recesso dal contratto *ex art. 9*, dir. 2011/83, o se invece il relativo acquisto debba essere ricondotto in una delle eccezioni al diritto di pentimento, come quella di cui all’art. 16, lett. b, prevista per la fornitura di beni o servizi il cui prezzo è legato a fluttuazioni nel mercato finanziario, o quella *ex art. 16*, lett. m, per la fornitura di contenuto digitale eseguita con l’accordo espresso di rinuncia a tale diritto:

- con riguardo alla prima eccezione, si è sottolineato che questa mira ad evitare che il rischio della fluttuazione del valore dell’*asset*, volontariamente assunto dal consumatore, sia indebitamente allocato in capo al professionista, nei casi in cui il primo recede in occasione del suo deprezzamento; stante questa *ratio*, è sembrato necessario ribadire che se la funzione che sorregge

⁴⁸⁵ Così V. ROPPO, *Offerte al pubblico di valori mobiliari e tecniche civilistiche di protezione dei risparmiatori-investitori*, *op.cit.*, 202-203.

l'operazione di vendita si fonda sul soddisfacimento dell'interesse di consumo dell'aderente, allora la *res* digitale offerta dovrebbe esulare dal novero delle categorie finanziarie e, dunque, dall'eccezione al diritto di recesso in parola; pertanto, anche se un *token* di utilità fosse negoziabile nelle piattaforme secondarie, ciò non dovrebbe determinare per ciò solo l'esclusione della facoltà di pentimento di cui all'art. 16, lett. b), della direttiva citata;

- con riferimento alla seconda, è stato rimarcato che la qualificazione in termini di contenuto digitale non dovrebbe condurre a negare in via automatica il diritto di recesso dei consumatori nell'adesione all'offerta di *utility token*, in quanto l'eccezione di cui all'art. 16, lett. m) della direttiva 2011/83/UE non ricomprende anche i “*servizi digitali*” ex art. 2, n. 2 della direttiva 2019/770/UE, cui pure, a seconda dei casi, possono essere ricondotti tali *token* (come visto al § 2.6.2); e in secondo luogo, si tratterebbe comunque di un'eccezione al recesso applicabile dietro espressa rinuncia al diritto nel momento di esecuzione del contratto.

È stato sottolineato, inoltre, che la disciplina del diritto di recesso della proposta MiCA ricalca a grandi linee quella degli artt. 9 e ss. della direttiva 2011/83/UE, sia pure discostandosi sui diversi profili evidenziati al § 3.4: anche la nuova disciplina esclude il diritto di pentimento, fra l'altro, “*se le cripto-attività sono ammesse alla negoziazione su una piattaforma di negoziazione di cripto-attività*” prima dell'acquisto del *retail holder* (art. 12, par. 4), riflettendo, com'è evidente, la medesima logica sottesa all'art. 16, lett. b) della direttiva 2011/83/UE. Anche in questo caso, è risultato meritevole di considerazione adottare un'interpretazione che, in chiave funzionale, valorizzi entrambi i due aspetti qui in discorso (l'idoneità a circolare del *token* e la sua componente di consumo), intendendo la disposizione nel senso che è escluso il diritto di recesso “dal momento in cui” – e non “in tutte le ipotesi in cui” – dette cripto-attività sono ammesse alla negoziazione sulle piattaforme secondarie, consentendo così l'esercizio della relativa facoltà nella fase anteriore all'“ammissione”.

Al di là del suindicato rimedio, è stato valutato se possa approntarsi un regime di tutela anche in ordine alla *sussistenza* e alla *conformità* dei beni/servizi sottostanti ai *token* di utilità forniti agli aderenti. Per far fronte alle fattispecie in cui, al momento dell'offerta, il bene/servizio o anche il *token* stesso non siano ancora venuti ad esistenza, è stato precisato che una parte della dottrina qualifica il relativo contratto come vendita di cosa futura⁴⁸⁶ ex art. 1472 c.c. Come osservato al § 2.6.1, una qualificazione in questi termini, fra l'altro, non sembra avere l'effetto di approntare un regime di tutela effettivo in favore del consumatore, dato che sarebbe gioco facile per l'emittente, nella predisposizione unilaterale delle clausole contrattuali, precisare che la pattuizione abbia carattere

⁴⁸⁶ Cfr. L. FERRAIS, *op.cit.*, 288, nt. 72; P. CARRIÈRE, *Il fenomeno delle cripto-attività (crypto-assets) in una prospettiva societaria*, *op.cit.*, 510-511; G. BEFANI, *op.cit.*, 415; S.L. FURNARI, *Initial Coin Offering: come regolare l'emissione dell'utility token*, cit.

aleatorio, così da evitare la nullità del contratto, se la “cosa” non dovesse venire ad esistenza ai sensi dell’art. 1472, co. 2, c.c.

Sembra invece tutelare meglio il consumatore rispetto alla possibilità di mancata venuta ad esistenza della *res*, proprio la qualificazione dei *token* di utilità come contenuti/servizi digitali, con la conseguente applicazione della relativa disciplina: l’art. 11 della direttiva in questione regola proprio l’ipotesi della responsabilità dell’operatore economico, nei casi in cui non venga ad esistenza il contenuto o il servizio digitale pattuito, con la facoltà per i consumatori di recedere (v. § 3.5.1).

L’esercizio di tale diritto, secondo la prospettiva qui avanzata, farebbe sorgere l’obbligo dell’emittente di restituire gli importi già versati dal consumatore in esecuzione del contratto: in particolare, l’emittente dovrebbe dar corso al rimborso, utilizzando “*lo stesso mezzo di pagamento usato dal consumatore*” per pagare il contenuto/servizio digitale; anche in questo caso, si è evidenziato, al pari di quanto precisato con riguardo agli obblighi restitutori derivanti dal recesso del consumatore *ex art. 9* della direttiva 2011/83, che se il pagamento del *token* di utilità fosse corrisposto in criptovalute, il relativo rimborso dovrebbe avere ad oggetto la medesima *specie* di criptovaluta, a meno che il consumatore consenta espressamente all’uso di un altro mezzo di pagamento o di un’altra *tipologia* di criptovaluta.

Sulla base della qualificazione qui proposta, l’emittente si intenderebbe inoltre obbligato a fornire al consumatore i *token* di utilità in modo da soddisfare i requisiti di conformità di cui agli artt. 7 e ss. della direttiva 2019/770/UE: sul punto, si è precisato che, secondo quest’ottica, sarebbe conforme il *token* che corrisponda alla descrizione e alla qualità previsti non solo nel contratto di fornitura *ma anche* nel documento preliminare all’offerta in quanto, in quanto il giudizio di conformità dovrebbe tener conto delle “*eventuali dichiarazioni pubbliche*” rese dall’emittente a norma dell’art. 8, par. 1, lett. b) della dir. suindicata.

Nei casi di difetto di conformità del *token* fornito, il consumatore avrebbe diritto, in primo luogo, al suo ripristino in forma specifica ai sensi dell’art. 14, dir. 2019/770; mentre, in tutte quelle ipotesi in cui non fosse possibile o fosse eccessivamente costoso attivare il rimedio manutentivo del vincolo in questione, il consumatore avrebbe diritto ad una riduzione adeguata del prezzo o alla risoluzione del contratto.

In sede applicativa, molte resterebbero comunque le questioni di non agevole soluzione: ad esempio, tutt’altro che agevole sembrerebbe calcolare l’ammontare della riduzione del prezzo, allorquando lo stesso sia stato corrisposto in criptovalute; l’assenza di stabilità del loro valore, potrebbe infatti condurre ad esiti problematici, se tra il momento in cui sia stato pagato il corrispettivo e quello in cui sorge l’obbligo di ridurne l’ammontare, il loro valore sia mutato in aumento o in diminuzione.

Oltre ai rimedi sopra visti, nel corso dell'indagine, è stato anche precisato che la legislazione comunitaria diretta a garantire i consumatori nelle relazioni con soggetti che esercitano attività d'impresa rimane comunque applicabile al fenomeno in questione, sicché le offerte di tali *token* – ivi incluse le operazioni “esenti” dalla redazione del *white paper* – saranno ritenute obbligate al rispetto della legislazione sulle pratiche commerciali scorrette e sulle clausole abusive, come esaminate rispettivamente ai §§ 3.6 e 3.7.

Anche in tal caso, molte rimarrebbero le questioni aperte, come quella della vessatorietà o meno delle clausole, comunemente impiegate, in virtù delle quali l'emittente non garantisce la realizzazione e/o lo sviluppo del bene/servizio o della piattaforma cui il *token* dovrebbe dare accesso; in quest'ultimo caso, è stato rimarcato che la qualificazione dei *token* di utilità come contenuti/servizi digitali, potrebbe condurre a risultati esegetici più certi, dato che l'art. 11 della direttiva 770/2019/UE disciplina l'ipotesi della responsabilità dell'operatore economico, per la mancata venuta ad esistenza del contenuto o del servizio digitale, concedendo al consumatore di recedere dal contratto, dopo aver infruttuosamente invitato il fornitore ad adempiere (art. 13, par. 1, direttiva 2019/770).

La qualificazione in questi termini dei *token* di utilità, come si è visto, è però solo una possibile soluzione esegetica proposta da chi scrive, che potrà essere confermata o meno entro il 12 giugno 2024, data entro cui la Commissione europea dovrà riesaminare l'applicazione della direttiva in questione, pubblicando la relazione che valuterà, tra l'altro, l'opportunità di armonizzare le norme ivi contenute ai contenuti e servizi digitali *diversi* da quelli espressamente adesso contemplati.

Quella sede potrà invero costituire un'occasione decisiva per chiarire la riconducibilità dei *token* di utilità alla categoria dei contenuti/servizi digitali: con l'effetto, in caso di risposta affermativa, di condurre ad un'integrazione più compiuta e armonizzata dei diversi regimi protettivi sopra visti. In prospettiva futura, se la proposta MiCA si candida a regolare gli obblighi informativi e il diritto di recesso del consumatore, la direttiva 770/2019/UE fungerebbe, invece, da garanzia per l'esistenza e la conformità dei beni o dei servizi forniti al consumatore, l'una senza escludere l'altra. Nell'auspicare che ciò accada, sarà il tempo a dare una risposta.

BIBLIOGRAFIA

- ABBADESSA P., *Diffusione dell'informazione e doveri di informazione dell'intermediario*, in *Banca Borsa, tit. cred.*, 1982, I, 305-315;
- ABRIANI N. – SCHNEIDER G., *Il diritto societario incontra il diritto dell'informazione. IT, Corporate governance e Corporate Social Responsibility*, in *Riv. soc.*, 2020, 5, 1326;
- ACCETTELLA F., *Il collocamento di strumenti finanziari*, in *Sistema Finanziario e diritto dell'impresa*, collana diretta da ANELLI F. – DOLMETTA A.A. – PORTALE G.B. – PRESTI G., Giuffrè, Milano, 2013, 176 ss.;
- ACEDO-RAMÍREZ M.Á. – RUIZ-CABESTRE F.J., *IPO Characteristics and Underpricing in the Alternative Investment Market*, in *Applied Economic Letters*, 2017, 24, 485;
- ADHAMI S. – GIUDICI G. – MARTINAZZI S., *Why do businesses go crypto? An empirical analysis of initial coin offering*, in <https://papers.ssrn.com>;
- ADLER M. – POSNER E., *New Foundation of Cost-Benefit Analysis*, Cambridge, MA, Harvard University Press, 2006;
- AINSWORTH R. T. – ALWOHAIBI M., *Blockchain, Bitcoin, and VAT in the GCC: The Missing Trader Example*, in *Boston University School of Law, Law & Economics*, Paper No. 17-05, 2017;
- AKERLOF G.A., *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, 84 Q.J. ECON. 488, 491–93 (1970);
- ALESSI R., *La disciplina generale del contratto*, Giappichelli Editore, Torino, 2015, 19 ss.;
- ALESSI R., *La vendita di beni di consumo*, Giuffrè, Milano, 2005;
- ALEXANDRE A., *Malta approva tre nuove leggi per il settore delle criptovalute, allo scopo di offrire una solida struttura legale alle aziende*, in <https://it.cointelegraph.com>, 5 luglio 2018;
- ALPA G., *Aspetti della nuova disciplina delle vendite nell'Unione europea*, in *Contr. impr.*, 3, 2019, 825 ss.;
- ALPA G., *Fintech: un laboratorio per i giuristi*, in *Fintech: un laboratorio per i giuristi*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, opera diretta da FINOCCHIARO G. – FALCE V., Zanichelli Editore, Bologna, 2019, XIV;
- ALPA G., *Prospetto informativo. Orientamenti della dottrina*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1988, 359 ss.;
- ALPA G. – ANDENAS M., *Fondamenti del diritto privato europeo*, Giuffrè, Milano, 2005, 691;
- ALPA G. – PATTI S. – CARICATO C. – SCARPELLO A. (a cura di) *Repertorio di giurisprudenza sulle clausole vessatorie nei contratti dei consumatori*, Giuffrè, Milano, 2004, 87;
- ALTIERI A., *Financial Nature of Crypto-Assets and Impact on the Italian Share Capital Regime*, in *ODCC*, 2021, 1, 281;

- ALÙ A., *Blockchain, le principali normative nazionali al mondo*, Agenda Digitale, 19 February 2019, in <https://tinyurl.com>;
- ALVISI P., *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in *Riv. dir. bancario*, 2014, 3;
- AMATO M. – FANTACCI L., *Per un pugno di bitcoin, Rischi e opportunità delle monete virtuali*, II ed., Università Bocconi editore, Milano, 2018, 93;
- AMSDEN R. – SCHWEIZER D., *Are Blockchain Crowdsales the New “Gold Rush”? Success Determinants of Initial Coin Offerings*, 2019, in <https://papers.ssrn.com>;
- ANAND A., *Rules v. Principles as Approaches to Financial Market Regulation*, in *Harvard International Law Journal*, vol. 49, 2008;
- ANDERSSON H., *Protecting Investors at all Costs? Due Process Aspects of the Investigatory Power Granted to Competent Authorities under MIFID II*, in *Legal Accountability in EU Markets for Financial Instruments, The Dual Role of Investment Firms*, a cura di BERGSTROM C.F. – STRAND M., Oxford, Oxford University Press, 2021;
- ANGELICI C., *Alla ricerca del «derivato»*, in *Saggi di diritto commerciale*, Giuffrè, Milano, 2016, 71, nt. 36;
- ANGELICI C., *Note in tema di informazione societaria*, in Aa.Vv., *La riforma delle società quotate. Atti del Convegno di Studio. S. Margherita Ligure*, 13-14 giugno 1998, Milano, Giuffrè, 1998, 250 ss.;
- ANGIOLINI C., *Lo statuto dei beni personali. Uno studio a partire dalla nozione di bene*, Giappichelli Editore, Torino 2020, 46 ss.;
- ANNUNZIATA F., *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 Series*, 2636561, 2019, 5;
- ANNUNZIATA F., *Distributed Ledger Technology e mercato finanziario: le prime posizioni dell’ESMA*, in *Fintech, Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di PARACAMPO M.T., Giappichelli, Torino, 2017, 329 ss.;
- ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, 10° ed., Giappichelli Editore, Torino, 2020;
- ANNUNZIATA F., *La disciplina delle trading venues nell’era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, in *ODC*, 2018, 102;
- ANNUNZIATA F., *Strumenti derivati, disciplina del mercato dei capitali ed economia reale: una frontiera mobile. Riflessioni a margine del progetto di revisione della MiFID*, in *I contratti “derivati”: dall’accordo alla lite*, a cura di MORERA U. – BENCINI R., Bologna, Il Mulino, 2013, 13 ss.;
- ANNUNZIATA F., *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, 15 ottobre 2020, in www.dirittobancario.it;

- ANTONACCHIO F., *Initial Coin Offering: riflessi fiscali, antiriciclaggio e di tutela dei mercati finanziari, connessi all'emissione di criptovalute (o crypto-asset)*, in *Riv. dir. trib.*, 2019, I, 245;
- ANTONACCHIO F., *Non Fungible Token e altre crypto-attività in attesa del Regolamento europeo MiCA*, in *Il Fisco*, 2021, 44, 4265;
- ARANGUENA G., *Bitcoin: una sfida per policy makers e regolatori*, in *Quaderni di Diritto Mercato Tecnologia*, 2014, 1;
- ARANGUENA G., *Token come strumento di incentivo e accesso alle DAO*, in <https://medium.com/fintech4italy/ico-e-crypto-token-come-asset-class-implicazioni-giuridiche-3-5-61e208412092>;
- ARCELLA G. – MANENTE M., *Le criptovalute e le loro contraddizioni: tra rischi di opacità e di eccessiva trasparenza*, in *Notariato*, 2020, 1, 23 ss.;
- ARNER D. – AUER R. – FROST J., *Stablecoins: risks, potential and regulation*, BIS Working Papers, No 888, 2020, in <https://bis.org>;
- ARNER D.W. – BARBERIS J. – BUCKLEY R.P., *FinTech, RegTech, and the Reconceptualization of Financial Regulation*, in *Northwestern Journal of International Law & Business*, 2017, n. 37;
- ARRIGONI M., *Nesso di causalità e quantum del risarcimento nella responsabilità da prospetto*, in *Le Società*, 2017, 12, 1361 e ss.;
- ARROW K., *Essays in the Theory of Risk-Bearing*, Amsterdam, 1963, North Holland;
- ARROW K., *The Economics of Moral Hazard: Further Comment*, in *American Economic Review*, 1968, 58, pp. 537-541.
- ARU I., *The Fundamental Principles of Utility Tokens in the Blockchain Eco 2018*, in <https://www.ccn.com/fundamental-principles-utility-tokens-blockchain-ecosystem>;
- ASCARELLI T., *Il problema preliminare dei titoli di credito e la logica giuridica*, in *Riv. dir. comm.*, 1956, I, 397 ss.;
- ASCARELLI T., *L'astrattezza dei titoli di credito*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, 412 ss.;
- ASCARELLI T., *La moneta. Considerazioni di diritto privato*, Padova, 1928;
- ASCARELLI T., *Obbligazioni pecuniarie*, in *Comm. Scialoja-Branca, sub artt. 1277-1284*, Bologna-Roma, 1971, 366;
- ASCARELLI T., *Studi giuridici sulla moneta*, Giuffrè, Milano, 1952;
- ASQUINI A., *Scritti giuridici*, III, Cedam, Padova, 1961, 365;
- ATZORI M., *Tecnologia blockchain e governance decentralizzata: lo Stato è ancora necessario?*, in <http://papers.ssrn.com>;
- AZZARI F., *Consegna e passaggio del rischio nelle vendite di beni mobili ai consumatori: considerazioni in vista dell'attuazione della direttiva (UE) 2019/771*, in *Responsabilità civile e Previdenza*, 2021, 4, 1095 ss.;
- BAINBRIDGE M., *Mandatory Disclosure: a Behavioral Analysis*, in <https://papers.ssrn.com>;

- BAKER H.K. – FILBECK G. – RICCIARDI V., *How Behavioural Biases Affect Finance Professionals*, 2017, in <https://chapters.onefpa.org>;
- BAKOS Y. – HALABURDA H., *The role of cryptographic tokens and ICOs in fostering platform adoption*, New York University Working Paper, 2019, in <https://www.econstor.eu>;
- BAKOS Y., HALABURDA H., *Funding new ventures with digital tokens: due diligence and token tradability*, CESifo Working Paper No 7752, 2019, in <https://papers.ssrn.com>;
- BANI E., *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*, in *Fintech, Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di PARACAMPO M.T., Giappichelli Editore, Torino, 2017, 163;
- BARBAGALLO C., *Il sistema bancario italiano: situazioni e prospettive*, 24 marzo 2018, in www.bancaditalia.it;
- BARESI N., *Contratto di “cambio” in bitcoin: applicabilità della disciplina sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari*, 2017, in www.dirittobancario.it;
- BARSAN I. M., *Legal Challenges of Initial Coin Offerings*, in *RTDF*, 2017, 3, 54;
- BATTAGLINI R. – GIORDANO M.T., *Blockchain e smart contract*, Giuffrè, Milano, 2019;
- BAUR D.G. – HONG K.H. – LEE A.D., *Bitcoin: Medium of exchange or speculative assets?*, in *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, LIV, 2018, 177-189;
- BEFANI G., *Contributo allo studio sulle criptovalute come oggetto di rapporti giuridici*, in <http://ildirittodelleconomia.it>;
- BELLEZZA M., *Blockchain in Fintech, Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di M.T. PARACAMPO, Giappichelli, Torino, 2017, 311;
- BELLINO M., *Conferimenti in criptovalute: condizioni e limiti*, in *NGCC*, 2019, 54;
- BELLINO M., *I rischi legati all'ecosistema Bitcoin: i nuovi intermediari*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 3;
- BEN-SHAHAR O. – SCHNEIDER C.E., *The Failure of Mandated Disclosure*, 159, *University of Pennsylvania Law Review*, 647;
- BENEDETTI A.M., *Recesso del consumatore*, in *Enc. dir., Annali*, VI, Milano 2011, 957 ss.;
- BENEDETTI H., *The economics of digital token cross-listings*, Working Paper 2019, in <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3267392>;
- BERRUTO A., *La nuova disciplina francese dei crypto-asset: un imperfetto tentativo regolatorio?*, in *Diritto Bancario online*, 2020;

- BERTANI M., *Pratiche commerciali scorrette e consumatore medio*, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, 398, Giuffrè, Milano, 2016;
- BERTELLI F., *L'armonizzazione massima della direttiva 2019/771UE e le sorti del principio di maggior tutela del consumatore*, in *Europa e Dir. Privato*, 2019, 4, 953;
- BIANCA M., *Acontrattualità dei contratti di massa?*, in *Vita not.*, 2001, 1120;
- BIANCA M., *Diritto civile, Il contratto*, 3, Giuffrè, Milano, 2000, 43;
- BIXIO I., *Valute virtuali e adempimenti antiriciclaggio: riflessi sui soggetti obbligati, nuovi e non*, in *Corr. trib.*, 2017, 2676;
- BLANDINI A., *Servizi finanziari per via telematica e le prospettive del diritto societario online*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, 1, 46;
- BLEMUS S., *Law and Blockchain: A Legal Perspective on Current Regulatory Trends Worldwide*, in *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, 2017, n. 4;
- BOBOWSKI S., *The principles of Initial Coin Offerings in Cryptocurrencies in the Global Economic and Financial System*, a cura di W. MICHALCZYK, Wroclaw University of Economics and Business, 2021, 112;
- BOCCHINI R., *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Dir. inf.*, 2017, 33;
- BOMPRESZI C., *Commento in materia di Blockchain e Smart contract alla luce del nuovo Decreto Semplificazioni*, in www.dimt.it, 2019;
- BOMPRESZI C., *Implications of Blockchain-Based Smart Contracts on Contract Law*, in *Luxemburger Juristische Studien-Luxembourg Legal Studies*, Nomos, Faculty of Law, Economics and Finance University of Luxembourg, 2021, vol. 23;
- BOREIKO D. – FERRARINI G. – GIUDICI P., *Blockchain Startups and Prospectus Regulation*, 2019, in <https://papers.ssrn.com>;
- BOREIKO D. – LOMBARDO S., *Italian IPOs: Allocation and claw back clauses*, in *21 J. Int. Fin. Markets, Inst. and Money*, 2011, 127-143;
- BOREIKO D. – SAHDEV N., *To ICO or not to ICO. Empirical analysis of Initial Coin Offerings and Token Sales*, 2018, in <https://papers.ssrn.com>;
- BOREIKO D. – RISTESKI D., *Serial and large investors in initial coin offerings*, 2019, in <https://dx.doi.org>;
- BOSI G., *Considerazioni giuridiche sulla natura della moneta*, in *Giur. comm.*, 2019, 6, 1061;
- BOURVEAU T. – DE GEORGE E.T. – ELLAHIE A. – MACCIOCCHI D., *Early Evidence on the Role of Disclosure in the Unregulated Crypto Market*, in <https://marshall.usc.edu>;
- BOZZA F., *Criptovaluta e moneta: tutte le differenze*, in www.fchub.it;

- BRANCADORO G., *Strumenti finanziari e mercato mobiliare*, Giuffré, Milano, 2005, 29 ss.;
- BRAVO F., *Nozione di «strumenti finanziari» di cui al d.lgs. n. 190 del 2005 sulla «commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori» e collocabilità della disciplina nel codice del consumo*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2007, 595;
- BROGGIATO T., *La tutela del consumatore nel rinnovato contesto*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, opera diretta da FINOCCHIARO G. – FALCE V., Zanichelli Editore, Bologna, 2019, 290 e ss.;
- BROSZKIEWICZ M., *Cryptocurrencies on the financial markets*, in *Cryptocurrencies in the Global Economic and Financial System*, a cura di MICHALCZYK W., Wroclaw University of Economics and Business, 2021, 84;
- BROWN C. – DOLAN T. – BUTLER K., *Cryptoassets and Initial Coin Offerings*, in *Fintech. Law and Regulation*, 2° ed., a cura di MADIR J., Cheltenham-Northampton, Elgar Financial Law and Practice, 2021, 113
- BRUMMER C., *Cryptoassets, Legal, Regulatory, and Monetary Perspectives*, Oxford University press, New York, 2019, 3 ss.;
- BRUMMER C. J. – KIVIAT T. – MASSARI J. R., *What Should Be Disclosed in an Initial Coin Offering*, in *Criptoassets: Legal and Monetary Perspectives*, Oxford, 2018, 9;
- BRUNO S., *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Edizioni Scientifiche italiane, Napoli, 2000, 100 ss.;
- BRUNO S., *Le inizitial coin offerings in una prospettiva comparatistica*, in *Riv. not.*, 2018, II, 1307 ss.;
- BURILOV V., *Regulation of Crypto Tokens and Initial Coin Offering in the EU*, in *European Journal of comparative Law and Governance*, 2019, 6, 146-186;
- BUTTIGIEG C.P. – EFTHYMIPOULOS C., *The regulation of crypto assets in Malta: The Virtual Financial Assets Act and beyond*, in *Law and Financial Markets Review*, 2018;
- CACOPARDI L., *Il conferimento di criptovalute nelle società di capitali: considerazioni su un quadro in evoluzione*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2022, 1, 49 ss.;
- CALONI A., *Bitcoin: profili civilistici e tutela dell'investitore*, *Riv. dir. civ.*, 1, 2019, 159 ss.;
- CALONI A., *Deposito di criptoattività presso una piattaforma exchange: disciplina e attività riservate*, in *Giur. comm.*, 2020, 5, 1073 ss.;
- CAMARDI C., *Prime osservazioni sulla Direttiva (UE) 2019/770 sui contratti per la fornitura di contenuti e servizi digitali. Operazioni di*

- consumo e circolazione di dati personali*, in <https://giustiziacivile.com/>, 2019, 3, 499 ss.;
- CAMPAGNA M. F., *Criptomonete e obbligazioni pecuniarie*, in *Riv. dir. civ.* 2019, I, 202;
 - CAMPAGNA M. F., *Limiti all'utilizzabilità delle criptovalute in sede di aumento di capitale. Commento a Tribunale di Brescia*, 25 luglio 2018, n. 7556, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 3;
 - CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale, Contratti, Titoli di credito, Procedure concorsuali*, 3, 4° ed., a cura di CAMPOBASSO M., Utet, Torino, 2008, 269-270;
 - CANDILORO D., *La sicurezza informatica di Bitcoin*, in *Cyberspazio e dir.*, 2015, 3, 340;
 - CANELLA M.G., *Esecuzione forzata su criptovaluta: qualche idea e nessuna certezza*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2021, 1, 235;
 - CAPACCIOLI S., «*Smart Contracts*»: *traiettoia di un'utopia divenuta attuabile*, in *Cyberspazio e diritto*, 2016, 25;
 - CAPACCIOLI S., *Aspetti operativi e ricadute giuridiche delle criptoattività*, in *Dir. internet*, 2019, 3, 600 ss.;
 - CAPACCIOLI S., *Bitcoin e Criptovalute*, in CASSANO G. –TILLI N.– VACIAGO G., *Tutela e risarcimento nel diritto dei mercati e degli intermediari*, Giuffrè, Milano, 2018, 473;
 - CAPACCIOLI S., *Smart contract: nuovi orizzonti del fintech*, in *Quot. Giur.*, 25.05.2016;
 - CAPOGNA A. – PERAINO L. – PERUGI S. – CECILI M. – ZBOROWSKI G. – RUFFO A., *Bitcoin: profili giuridici e comparatistici. Analisi e sviluppi futuri di un fenomeno in evoluzione*, in *Diritto Mercato e tecnologia*, 2015, 3;
 - CAPONERA A. – GOLA C., *Aspetti economici e regolamentari delle «criptoattività»*, in *Quest. di econ. e fin. (Banca d'Italia)*, 2019, n. 484, 10;
 - CAPRIGLIONE F., *Evoluzione informatica e soggettività finanziaria nella definizione di alcune tipologie operative on line*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2001, I, 491;
 - CAPRIGLIONE F., *L'emissione di buoni d'acquisto e l'art. 141 del T.U. del 1910 sugli istituti di emissione*, in *Impresa, ambiente e pubbl. amm.*, 1975, I, 136;
 - CARATOZZOLO R., *L'utilizzo delle nuove tecnologie per il finanziamento delle imprese: l'equity crowdfunding*, in *Fintech, Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di PARACAMPO M.T., Giappichelli, Torino, 2017, 147;
 - CARBONE V., *L'individuazione delle clausole vessatorie tra criteri generali ed elencazioni statistiche*, in *Corriere giur.*, 1996, 1330 ss.;

- CARBONETTI F., *Lo jus poenitendi nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari*, in *Banca Borsa, tit. cred.*, 2001, I, 770-793;
- CARBONETTI F., *Moneta*, in *Quaderni di ricerca giuridica*, 1985, II, 9;
- CARRIÈRE P., *Criptovalute, tokens e ICOs nel vigente ordinamento finanziario italiano: prime note*, in www.dirittobancario.it;
- CARRIÈRE P., *Crypto-assets: le proposte di regolamentazione della Commissione UE. Opportunità e sfide per il mercato italiano*, 5 ottobre 2020, in www.dirittobancario.it;
- CARRIÈRE P., *Il fenomeno delle cripto-attività (crypto-assets) in una prospettiva societaria*, in *Banca Impresa Società*, 2020, 3, 461;
- CARRIÈRE P., *Initial Coin Offerings (ICOs): Italia-Francia, due approcci regolatori a confronto*, 15 gennaio 2020, in www.dirittobancario.it;
- CARRIÈRE P., *Le "criptovalute" sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche*, in *Rivista di diritto bancario*, gennaio/marzo 2019;
- CARRIÈRE P., *Possibili approcci regolatori al fenomeno dei crypto-asset; note a margine del documento di consultazione della Consob*, in <https://www.dirittobancario.it/>;
- CARRIÈRE P., *The Italian Regulatory Approach to Crypto-assets and the Utility Tokens' ICOs*, luglio 2019, Working Paper Series, Bocconi, No. 2019,113, in <https://ideas.repec.org/>;
- CASARRUBEA S., *Il ruolo del white paper sulle offerte al pubblico di cripto-attività alla luce della proposta MiCA*;
- CATALINI C. – GANS J.S., *Initial coin offerings and the value of crypto tokens*, in <https://ide.mit.edu/sites/default/files/publications/>;
- CATERINA R., *Psicologia della decisione e tutela del consumatore*, in *AGE*, 1, 67 ss.;
- CAVALLO M. – MONTAGNANI M. L., *L'industria finanziaria tra Fintech e Techfin: prime riflessioni su blockchain e smart contract*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, opera diretta da FINOCCHIARO G. – FALCE V., Zanichelli Editore, Bologna, 2019, p. 329 e ss.;
- CAYTAS J. D., *Blockchain in the U.S. Regulatory Setting: Evidentiary Use in Vermont, Delaware, and Elsewhere*, 2017, in <https://ssrn.com>;
- CENNI S. – FERRETTI R., *Economia dei mercati e degli strumenti finanziari*, 2° ed., Giappichelli Editore, Torino, 2006, 408;
- CERA M., *Informazione societaria, incertezza ed emergenza sistemica*, in *AGE*, 2, 2020, 579;
- CERRATO M., *La vessatorietà delle clausole nei contratti del consumatore*, in *I contratti in generale*, IV, tomo I, *Condizioni Generali, Clausole Vessatorie, Consumatori*, in *Il diritto privato nella giurisprudenza*, a cura di CENDON P., Utet, Torino, 2004, 143 ss.;

- CERRATO S.A., *Appunti su smart contract e diritto dei contratti*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2020, 3, 370 ss.;
- CHAMPAN P. – CROWN S. – ROBINS A., *Crowdfunding*, in MADIR J., *Fintech. Law and Regulation*, 2° ed., Elgar Financial Law and Practice, Cheltenham, UK, 2021, 64 ss.;
- CHIOMENTI F., *Il titolo di credito, Fattispecie e disciplina*, Giuffrè, Milano, 1977, 5 ss.;
- CHIONNA V., *Le forme dell'investimento finanziario. Dai titoli di massa ai prodotti finanziari*, Milano, Giuffrè, 2008, 255;
- CHIONNA V., *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, I, 2;
- CHIU I. H-Y., *Initial public offers – the supply and demand side perspectives in the legal framework*, in *Corporate Finance Law in the UK and EU*, a cura di PRENTICE D. – REISBERG A., Oxford, 2011, 139-168;
- CHOD J., – LYANDRES E., *A Theory of ICOs: Diversification, Agency, and Information Asymmetry*, in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3159528;
- CHOI J., *A Study of Integrated Cryptocurrency model for Initial Coin Offerings: Based On Modern Portfolio Theory*, in <https://academia.edu>;
- CHOI S.J., *Behavioral Economics and the Regulation of Public Offerings*, New York University School of Law, NYU Center for Law and Economics, Law & Economics Research Paper Series, working paper 05-31, in <https://ssrn.com/abstract=849585>;
- CHUEN K. – LEE D., *Decentralization and Distributed Innovation: Fintech, Bitcoin and ICO's*, 2017, in <https://ssrn.com>;
- CIAN M., *La criptovaluta – alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, 319;
- CIAN M., *La dematerializzazione degli strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, I, 641, 670;
- CIAN M., *La nozione di strumento finanziario nel sistema del diritto commerciale*, in *Studium Iuris*, 2015, 1450 e ss.;
- CIAN M., *Le sedi di negoziazione diversa dai mercati regolamentati*, in *St. iur.*, 2019, 452;
- CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, Giuffrè, 2006, 32;
- CIAN M., *Titoli dematerializzati e circolazione cartolare*, Milano, Giuffrè, 2002, 439 ss.;
- CIOCCA N., *I portali per il crowdfunding*, in CIAN M. – SANDEI C., *Diritto del Fintech*, Cedam, Milano, 2020, 243 ss.;
- COFFEE J.C. JR. – SALE H. – HENDERSON M.T., *Securities Regulation, Cases and Materials*, 13° ed., Foundation Press, 2015, 261;

- COFFEE J.C. JR., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, in *Virginia Law Review*, 1984, 70, 717;
- COHNEY S. – HOFFMAN D.A. – SKLAROFF J. – WISHNICK D., *Coin-Operated Capitalism*, in *Columbia Law Review*, 2019, 119, 591-594;
- COLLOMB A. – DE FILIPPI P. – SOK K., *Blockchain Technology and Financial Regulation: A Risk-Based Approach to the Regulation of ICOs*, in *European Journal of Risk Regulation*, 2019, 263 ss.;
- COMELLINI S. – VASAPOLLO M., *Blockchain, critpovalute, I.C.O. e smart contract*, Maggioli editore, Roma, 2019;
- COMPORTI C., *L'offerta fuori sede di strumenti finanziari nel diritto comunitario: situazione attuale e prospettive di riforma*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2003, 1, 52;
- COMPORTI C., *La sollecitazione all'investimento*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di PATRONI GRIFFI A. – SANDULLI M. – SANTORO V., Giappichelli, Torino, 1999, 550 ss.;
- CONFORTINI C., *A proposito del ius poenitendi del consumatore e della sua discussa natura*, 2017, 4, 1343;
- CONLEY J., *Blockchain and the economics of crypto-tokens and initial coin offerings*, in <https://www.accessecon.com/Pubs/VUE>;
- CONSIGLIA DI MARTINO M., *Nuova definizione di valute virtuali: l'orientamento del TAR*, in *giustiziacivile.com*, 10 novembre 2020;
- CONSO A. – MARTINOTTI L., *Le ICO quali offerte al pubblico di prodotti finanziari nell'ultimo orientamento della Consob* in www.dirittobancario.it
- COOTER R. – MATTEI U., MONATERI P.G., ULEN T., *Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile*, 2° ed., Il Mulino, Bologna, 2006, 27 ss.;
- COOTER R. – ULEN T., *Law & Economics*, Pearson, 6° ed., 2012, 50;
- CORASANITI G., *Il diritto nella società digitale*, Franco Angeli, Milano, 2018;
- CORRIAS P.E., *Sulla natura assicurativa oppure finanziaria delle polizze linked: la riproposizione di un tema*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, II, 457;
- CORSO S., *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, in *NLCC*, 2021, 267;
- COSTI R. – ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino G., VIII, Padova, Cedam, 2004, 31;
- COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Dodicesima edizione, a cura di GILOTTA S., Giappichelli Editore, Torino, 2020, 52;
- COTTINO G., *Diritto commerciale*, vol. 2, tomo primo, II ed., Padova, Cedam, 1992, 224;
- CUCCURU P., *Blockchain ed automazione contrattuale. Riflessione sugli smart contracts*, in *NGCC.*, 2017, 2,107;

- D'AGOSTINO L., *Operazioni di emissione, cambio e trasferimento di criptovaluta: considerazioni sui profili di esercizio (abusivo) di attività finanziaria a seguito dell'emanazione del D.Lgs. 90/2017*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2018, n. 1;
- DALLA MASSARA T., (a cura di), *La vendita di beni mobili*, in *Il sistema dei rimedi*, diretto da GAROFALO L., Pacini Giuridica, Pisa, 2020;
- DALLEY P.J., *The Use and Misuse of Disclosure as a Regulatory System*, 34 Fla. St. U. L. Rev., 2007, in <https://ir.law.fsu.edu/lr/vol34/iss4/2>.
- DALMARTELLO A., *Private placement e circolazione di strumenti finanziari*, Giuffrè, Milano, 2013, 208;
- DAVOLA A. – PARDOLESI R., *Smart contract: lusinghe ed equivoci dell'innovazione purchessia*, in *Foro it.*, 2019, 195 ss.;
- DAVYDIUK T. – GUPTA D. – ROSEN S., *De-crypto-ing signals in Initial Coin Offerings: Evidence of rational token retention*, Carnegie Mellon University Working Paper, 2018, in <https://www.lebow.drexel.edu/>;
- DE ANDRÉS P. – ARROYO D. – CORREIA R. – REZOLA A., *Regulatory and Market Challenges of Initial Coin Offerings*, ECGI Working Paper Series in Law, n. 461, 2019, in papers.ssrn.com;
- DE BONIS R. – VANGELISTI M. I., *Moneta – Dai buoi di Omero ai Bitcoin*, in *Il Mulino*, Bologna, 2019;
- DE CARIA R., *Blockchain and Smart Contracts: Legal Issued and Regulatory Responses Between Public and Private Economic Law*, in *The Italian Law Journal*, 2020, vol. 06, No. 01, 363 ss.;
- DE CARIA R., *Definitions of Smart Contracts. Between Law and Code*, in M. Cannarsa, *The Cambridge Handbook of Smart Contracts, Blockchain Technology and Digital Platforms*, Cambridge University Press, 2019;
- DE CARIA R., *Il diritto di fronte alla tokenizzazione dell'economia*, in *Il diritto dell'economia*, 2020, 1, 855-873;
- DE CARIA R., *The Legal Meaning of Smart Contracts*, in *European Review of Private Law*, 2018, 26, 6, 731, 745-750;
- DE CRISTOFARO G., *Contratti a distanza e norme a tutela del consumatore*, in *St. iur.*, 1999, 1199;
- DE CRISTOFARO, *Verso la riforma della disciplina delle vendite mobiliari B-TO-C: l'attuazione della dir. UE 2019/771*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, 207 ss.;
- DE CRISTOFORO G., *Pratiche commerciali scorrette e "microimprese"*, in *NLCC*, 2014, 30;
- DE CRISTOFORO G., voce, *Pratiche commerciali scorrette*, in *Enc. dir., Annali*, V, Milano, 2012, 1079;
- DE FILIPPI P. – WRIGHT A., *Decentralized Blockchain Technology and the Rise of Lex Cryptographia*, in <http://tinyurl.com>;

- DE FRANCESCHI, *La vendita di beni con elementi digitali*, in *Diritto Scienza Tecnologia*, Napoli, Edizioni Scientifiche italiane, collana diretta da FARO S. – LETTIERI N. – PERLINGIERI C., 2019;
- DE GEORGE E.T. – ELLAHIE A. – MACCIOCCHI D., *The Role of Disclosure and Information Intermediaries in an Unregulated Crypto Market: Evidence from Initial Coin Offerings*, in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3193392;
- DE HYPPOLITIS R., *La disciplina unitaria del recesso*, in *Foro it.*, 2012, 5, 186;
- DE LUCA N., *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza assente*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2020, 1, 101;
- DE LUCA N., *L'antifattispecie cartolare. Contributo allo studio dei titoli di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, I, 93;
- DE LUCA R., *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*, Fondazione nazionale dei Commercialisti, 2015, in fondazionenazionalecommercialisti.it;
- DE MARI M., *Equity crowdfunding, PMI non quotate e mercati secondari: una lacuna da colmare*, in www.dirittobancario.it, 2019, 1 ss.;
- DE MARI M., *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offering (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, in *ODC*, 2019, 2, 280;
- DE NOVA G., *L'oggetto del «contratto di informatica»: considerazioni di metodo*, in *Dir. inf.*, 1986, 3, 804-805;
- DE POLI M., *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Cedam, Padova, 2002, 48;
- DE POLI M., *L'offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita di prodotti finanziari*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di CAPRIGLIONE F., tomo II, ed. 2°, Cedam, 2010, p. 886 e ss.;
- DE STASIO V., *Verso un concetto europeo di moneta legale: valute virtuali, monete complementari e regole di adempimento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, 6, 747;
- DEL POZZO A., *I rischi delle ICO e degli Exchange: che fare?*, in RUSSO B., *L'evoluzione dei sistemi e dei servizi di pagamento nell'era del digitale*, Padova, Cedam, 2020, 137;
- DELL'ERBA M., *Initial coin offerings. A Primer. The first response of Regulatory Authorities*, in *NYU Journal of Law & Business*, 2018, Vol. 14, 1109;
- DELL'ERBA M., *Stablecoins in cryptoeconomics. From Initial Coin Offerings (ICOs) to Central Bank Digital Currencies (CBDCs)*, in *NYU Journal of Legislation & Public Policy*;

- DENOZZA F., *La trasparenza garantita nei mercati finanziari: «prolegomeni» ad un'analisi costi/benefici*, in *Banca Impresa Società*, 2007, 2, 179;
- DENOZZA F., *Norme, principi e clausole generali nel diritto commerciale: un'analisi funzionale*, in *ODC*, 2013, I, 1 ss.;
- DI MAJO A., *Le clausole vessatorie nei contratti con i consumatori*, a cura di ALPA G. – PATTI S., tomo II, Giuffrè, Milano, 1997, 788;
- DI MAJO A., *Rimedi e dintorni*, in *Europa e dir. priv.*, 2015, 4, 703 ss.;
- DI MAJO A., voce “*Offerta al pubblico (dir privato.)*” in *Enc. Dir.*, XXIX, Giuffrè, 1979, 761;
- DI MAJO A., voce *Obbligazioni pecuniarie*, in *Enc. dir.*, XXIX, Milano, 1979, 279;
- DI NARDO L., *Titoli di credito, strumenti finanziari e mezzi di pagamento*, in *Lineamenti di diritto finanziario* a cura di RAZZANTE R. R., Pacini editore, Pisa, 2018;
- DI NELLA L., *Profili della nuova disciplina dei mercati finanziari*, in *La tutela del consumatore dei servizi finanziari, Applicazioni giurisprudenziali e attuazione delle direttive MiFID*, a cura di DI NELLA L., Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2007, 193 ss.
- DI PORTO F., *Dai Big data la sfida alla regolazione degli obblighi informativi nel settore finanziario. Le disclosure mirate*, in <https://www.researchgate.net>;
- DI SABATO D., *Gli smart contract: robot che gestiscono il rischio contrattuale*, in *Contr. e Impr.*, 2017, 2, 378;
- DI VIZIO F., *Lo statuto giuridico delle valute virtuali: le discipline e i controlli, Tra oro digitale ed ircocervo indomito*, 2018, in www.fondazionepesenti.it;
- DONADIO G., *Dalla “nota di banco” all’informazione via Blockchain: profili civilistici e problemi applicativi della criptovaluta*, in <https://giustiziacivile.com/>, 1 gennaio 2020, 1, 173;
- EASTERBROOK F. – FISCHER D., *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, in *Virginia L. Rev.*, 1984, 70, 669;
- EGELUND-MULLER B. – ELSMAN M. – HENGLEIN F. – ROSS O., *Automated Execution of Financial Contracts on Blockchain*, in <https://ssrn.com>;
- ENRIQUES L. – GILOTTA S., *Disclosure and Financial Market Regulation*, in <https://papers.ssrn.com/>;
- ENRIQUES L., *Servizi di investimento, offerta a distanza e appello al pubblico risparmio mediante Internet*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2003, I, 34-35;
- EULER V. T., *The token classification framework; a multi-dimensional tool for understanding and classifying crypto tokens*, in www.untitled-inc.com/;

- EVANS D.S, *Bitcoin Payments: Igniting Or Not?*, 2014, in <https://globaleconomicsgroup/2014/02/>;
- FACCIOLI M., *La nuova disciplina europea della vendita di beni ai consumatori (dir. (UE) 2019/771): prospettive di attuazione delle disposizioni sui termini*, in *NLCC*, 2020, 251 ss.;
- FAHLENBRACH R., FRATTAROLI M., *ICO investors*, Swiss Finance Institute Research Paper No 19-37, in <https://link.springer.com/>;
- FAINI F., *Blockchain e diritto: la «catena del valore» tra documenti informatici, smart contracts e data protection*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 1, 1 gennaio 2020, 297;
- FALCONE G., *Contratti bancari e fintech*, in *Contratti bancari* a cura di CAPOBIANCO E., Wolter Kluwer, 2021, 613;
- FALCONE G., *Tre idee intorno al c.d. “Fintech”*, in *Riv. Dir. banc.*, 2018, 351;
- FAMILIARI S., *Inquadramento normativo*, in *Bitcoin e Criptovalute*, a cura di RAZZANTE R., Maggioli Editore, Santarcangelo di Romagna (RN), 2018, 19 ss.;
- FARENGA L., *La moneta bancaria*, Giappichelli, Torino, 1997;
- FAUCEGLIA D., *Il deposito e la restituzione delle criptovalute*, nota a Trib. Firenze 19 dicembre 2018, in *Contr.*, 2019, 661;
- FAUCEGLIA D., *Il problema dell’integrazione dello smart contract*, in *Contr.*, 2020, 5, 591 ss.
- FENU G. – MARCHESI L. – MARCHESI M. – TONELLI R., *The ICO phenomenon and its relationships with ethereum smart contract environment*, in <https://arxiv.org/abs/1803.01394>;
- FERRAIS L., *Le Initial Coin Offerings: fattispecie in cerca d’autore*, in *Fintech*, a cura di PARACAMPO M.T., Giappichelli, Torino, 2, II, 2019, 269 ss.;
- FERRANTE E., *La direttiva 19/771/UE in materia di vendita al consumo: primi appunti*, in *Annuario del contratto 2018*, diretto da D'ANGELO – ROPPO V., Torino, 2019, 26 ss.;
- FERRARI V., *The regulation of crypto-assets in the EU – investment and payment tokens under the radar* in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 2020, Vol. 27(3), 325–342;
- FERRARINI G. – GIUDICI P., *Digital Offerings and Mandatory Disclosure: a Market-based Critique of MiCA*, Law Working Paper n. 605/2021, August 2021, in <https://papers.ssrn.com/>;
- FERRARINI G. – OTTOLIA A., *Corporate Disclosure as a Transaction Cost: the case of SMEs’*, in *European Review of Contract Law*, 9, 4, 363;
- FERRARINI G., *Gestione fiduciaria, nuove forme di investimento, tutela degli investitori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1982, I, 229;

- FERRARINI G. – GIUDICI P., *Transferable Securities and the Scope of the Prospectus Regulation, The Case of ICOs*, in BUSCH D. – FERRARINI G. – FRANX J.P., *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford, Oxford University Press, 2020, 129 ss.;
- FERRARINI G., *I costi dell'informazione societaria per le Pmi: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, in AGE, 2013, 1, 203;
- FERRARINI G., *Informazione societaria: quale riforma dopo gli scandali?*, in Banca Impresa Società, 2004, 3, 411;
- FERRARINI G., *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, nel Trattato Colombo-Portale, Torino, Utet, 10 **, 1993, 12 ss.;
- FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in Riv. dir. comm., 2003, I, 805-828;
- FERRI G. SR., *La teoria realista dei titoli di credito*, in Banca, borsa, tit. cred., 1972, I, 36 ss.;
- FERRI G., *Manuale di diritto commerciale*, Unione Tipografico-Editrice Torinese, Torino, 1952, 387 ss.;
- FERRO LUZZI P., *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in Riv. dir. comm., 1998, I, 197;
- FIENGO C., *Problemi in tema di responsabilità delle autorità di vigilanza e di tutela degli investitori*, Edizioni scientifiche italiane, Napoli, 2022, 191;
- FIMMANÒ F. – FALCONE G., *FinTech*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2019;
- FINOCCHIARO G., *Il contratto nell'era dell'intelligenza artificiale*, in Riv. trim. dir. proc. civ., 2018, 441;
- FINOCCHIARO G., *Le cripto-valute come elementi patrimoniali assoggettabili alle pretese esecutive dei creditori*, in Riv. dir. proc., 1, 2019;
- FINOCCHIARO G., *Prime riflessioni sulla moneta elettronica*, in Contr. e impr., 2001, 3, 1345 e ss.;
- FINOCCHIARO G., *Riflessioni su diritto e tecnica*, in Il diritto dell'informazione e dell'informatica, 2012, 4-5, 831;
- FISCH C., *Initial Coin Offering (ICOs) to finance new ventures: An exploratory study*, 2018, in Journal of Business Venturing, 34, 2019, 1-22, anche in <https://reader.elsevier.com/>;
- FLORYSIK D., SCHANDLBAUER A., *The information content of ICO white papers*, University of Southern Denmark Working Paper, 2019, anche in <https://efmaefm.org/>;
- FORCHIELLI P., voce "Offerta al pubblico", in Nov. Dig. It, XI, Utet, 1965, 763;
- FOX M.B., *Regulating Public Offerings of Truly New Securities: First Principles*, in Duke LJ 2016, 66, 673, 719;

- FRANZA E., *Nuove modalità di finanziamento: la blockchain per startup e piccole e medie imprese. Rischi e possibili vantaggi*, in *Dir. bancario*, maggio 2019;
- FRATINI M., *Prodotti finanziari, valori mobiliari e strumenti finanziari*, in *Il Testo unico della finanza*, a cura di Fratini-Gasparri, I, Torino, 2012, sub art. 1, 28;
- FROMBERGER M., *The Blockchain technology*, in MAUME P. – MAUTE L.– FROMBERGER M., *The Law of Crypto Assets, A Handbook*, Verlag C.H.Beck, München, 2022, 6;
- FURNARI S., *ICO in Italia: applicabilità della disciplina sull'equity crowdfunding e suoi potenziali benefici*, in R. LENER, *Fintech: diritto, tecnologia e finanza, I quaderni di Minerva Bancaria*, 2018, 143, 153;
- FURNARI S.L. – LENER R. A., *Contributo alla qualificazione giuridica dell'offerta al pubblico di Utility Token (anche) alla luce della proposta di Regolamento Europeo sulle cripto-attività*, Bocconi Legal Papers, n. 16, 2021, 63 ss.;
- FURNARI S.L., *Fintech Validità e caratteristiche degli smart contract e possibili usi nel settore bancario finanziario*, in CORAPI E. – R. LENER, *I diversi settori del fintech*, Cedam, Padova, 2019, 90;
- FURNARI S.L., *Ico in Italia: applicabilità della disciplina sull'equity crowdfunding e suoi potenziali benefici*, in R. LENER, *Fintech: diritto, tecnologia e finanza*, Minerva bancaria, Roma, 2018, 144;
- FURNARI S.L., *Initial Coin Offering: come regolare l'emissione dell'utility token*, in <https://fchub.it/wp-content/uploads/2021/05/token.pdf>;
- GABRIELLI G. – PADOVINI F., *Recesso*, in *Enc. dir.*, XXXIX, Milano, 1998, 27 ss.;
- GALGANO F., *I titoli di credito*, Cedam, Padova, 2009, 8;
- GALIMBERTI A. – VALLEFUOCO V., *Bitcoin, norme italiane apripista sull'antiriciclaggio*, in <http://coinlex.it>;
- GALLO P., *DLT, blockchain e smart contract*, in *Diritto del Fintech* a cura di CIAN M. – SANDEI C., Cedam, Padova 2020, 137 ss.;
- GAMBARO A., *I beni*, in *Tratt. Cicu-Messineo-Mengoni-Schlesinger*, Milano, 2012;
- GAMBARO A., *La proprietà*, in *Tratt. dir. priv.* a cura di IUDICA G.– ZATTI P., II ed., Giuffrè, Milano, 2017, 53, ss.;
- GAMBINO A. M. – BOMPRESZI C., *Blockchain e criptovalute*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, opera diretta da FINOCCHIARO G. – FALCE V., Zanichelli Editore, Bologna, 2019, 275 e ss.;
- GAMBINO A. M., *L'accordo telematico*, Giuffrè, Milano, 1997;

- GASPARRI G., *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del 'Bitcoin': miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema*, in *Dir. inf.*, 2015, 419;
- GAZZONI F., *Manuale di diritto privato*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2015;
- GENOVESE A., *Contratti bancari e disciplina delle pratiche commerciali scorrette*, in *I contratti bancari* a cura di CAPOBIANCO E., Wolter Kluwers, Torino, 2021, 226;
- GENOVESE A., *Innovazione tecnologica e trasformazione del settore finanziario tra Initial Coin Offering (ICOs) e Investment Crowdfunding: quali sfide per l'Autorità di controllo?*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole*, a cura di FINOCCHIARO G. - FALCE V., Zanichelli Editore, Bologna, 2019, 17 ss.;
- GENTILI A., *Informazione contrattuale e regole dello scambio*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 3, 560.
- GIACCAGLIA M., *Considerazioni su blockchain e smart contracts (oltre le criptovalute)*, in *Cont. e Impr.*, 2019, 3, 241;
- GILOTTA S., *Trasparenza e interesse societario al segreto: quale equilibrio?*, in *AGE*, 2013, 1, 255;
- GIRINO E., *Criptovalute: un problema di legalità funzionale*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 733;
- GITTI G. – MAUGERI M. R. – FERRARI C., *Offerte iniziali e scambi di cryptoattività*, in *ODC*, 1, 2019, 95;
- GITTI G., *Emissione e circolazione di cryptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1, 2020, 13;
- GIUDICI G. – GUERINI M. – ROSSI-LAMASTRA C., *Reward-based crowdfunding of entrepreneurial projects: the effect of local altruism and localized social capital on proponents' success in Small Business Economics*, Springer, 2018, vol. 50 (2), 307-324.
- GIUDICI P. – LOMBARDO S., *La tutela degli investitori nelle IPO con prezzo di vendita aperto*, in *Riv. soc.*, 2012, 5, 907;
- GIUDICI P., *ICO e diritto dei mercati finanziari: la prima sentenza americana*, in *Le Società*, 1, 2019, 55;
- GIUDICI P., *Insolvenza di un "custodial marketplace" di valute virtuali e tutela dei clienti*, commento a High Court of New Zeland, 8 aprile 2020, in *Le Società*, 2020, 579;
- GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, 213 ss.;
- GORINI R., *Crypto Economy, Bitcoin, Blockchain, Ico: cosa sono e come funzionano le nuove valute digitali*, RoiEdizioni, Macerata, 2018, 48;

- GRECO G.L., *Monete complementari e valute virtuali*, in *Fintech, Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di M.T. PARACAMPO, Giappichelli, Torino, 2017;
- GRECO G.L., *Valute virtuali e valute complementari, tra sviluppo tecnologico e incertezze regolamentari*, in *Rivista di Diritto bancario*, 2019, I, 61;
- GRECO P. – COTTINO G., *Commento all'art. 1472, cod. civ.*, in *Commentario del Codice Civile, Della vendita, Art. 1470-1547*, SCIALOJA A. – BRANCA G., Bologna-Roma, 1981;
- GREEN S., *Cryptocurrencies: The underlying Technology*, in S. Green – D. Fox (a cura di), *Public and Private law*, Oxford, 2019, 29;
- GUERRA G., *Il contenuto digitale nel contratto di vendita di beni e servizi. Note a margine della nuova disciplina di armonizzazione (massima) europea*, 2020, in <https://giustiziacivile.com/>;
- GUERRIERI G., *I rischi connessi alla circolazione della moneta elettronica*, in *NLCC*, 2014, 4, 1043 e ss.;
- GUERRIERI G., *La moneta elettronica. Profili giuridici dei nuovi sistemi di pagamento*, Il Mulino, Bologna, 2015;
- GUFFANI PESENTI L., *Pratiche commerciali scorrette e rimedi nuovi. La difficile trasposizione dell'art. 3, co. 1, N. 5), dir. 2019/2161/UE*, in *Eur. dir. priv.*, 2021, 4, 635;
- GUIZZI G., voce *Mercato finanziario*, in *Enc. dir., Agg.*, Milano, 2001, 749;
- GULLIFER L. – PAYNE J., *Corporate Finance Law. Principles and Policy*, Oxford-Portland, 2011;
- GUPTA V., *The promise of Blockchain Is a World Without Middlemen*, in *Harvard Business Review*, 6 marzo 2017, in <https://hbr.org>;
- GURREA-MARTINEZ A. – LÉON N.R., *The law and Finance of Initial Coin Offerings*, in *Cryptoassets, Legal, Regulatory, and Monetary Perspectives*, New York, Oxford University Press, 2019, 120 ss.;
- HACKER P. – LIANOS I. – DIMITROPOULOS G. – EICH S., *Regulating Blockchain, Techno-Social and Legal Challenges*, Oxford, Oxford University Press, 2019, 3 ss.;
- HACKER P. – THOMALE C., *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *ECFR*, 2018, 654;
- HACKER P. – THOMALE C., *The Crypto-Security. Initial Coin Offerings and EU Security Regulation*, in HACKER P. – LIANOS I. – DIMITROPOULOS G. – EICH S., *Regulating Blockchain, Techno-Social and Legal Challenges*, Oxford, Oxford University Press, 2019, 229 ss.;
- HÄFNER S., *Utility Token Design*, 2021, in <https://ssrn.com/>;
- HARTMANN F. – WANG X. – LUNESU M., *Evaluation of initial cryptoasset offerings: the state of the practice*, in <https://www.researchgate.net/>;

- HASHIMY L. – SANDNER P., *The impact of Financial Regulation on the Development of Distributed Ledger Technology (DLT) Firms*, in <http://:academia.edu>;
- HAYNES A. – YEOH P., *Cryptocurrencies and Cryptoassets. Regulatory and Legal Issues*, Informa law from Routledge, Abingdon, Oxon, 2020, 7 ss.;
- HAZEN T.L., *Treatise on The Law of Securities Regulation*, vol. 1, 7° ed., St. Paul, MN, Thomson Reuters, 2016, 1:50;
- HAZEN T.L., *Tulips, oranges, worms, and coins-virtual, digital, or crypto currency and the securities laws*, in *NC J Law Technol* 20:493–527;
- HENDERSON M. T. – RASKIN M., *A Regulatory Classification of Digital Assets: Towards an Operational Howey Test for Cryptocurrencies, icos, and Other Digital Assets*, 2018, *Columbia Business Law Review*, Forthcoming, in <https://papers.com>;
- HOLOWEIKO S., *What Is an ICO? Defining a Security on the Blockchain*, in *George Washington Law Review*, vol. 87, no. 6, November 2019, 1472-1517;
- HOWELL E., *An analysis of the Prospectus Regime: The EU Reforms and the “BREXIT” Factor*, in *European Company and Financial Law Review*, 2018, 15, 1, 69 ss.;
- HOWELL S. – NIESSNER M. – YERMACK D., *Initial coin offerings: Financing growth with cryptocurrency token sales*, Finance Working Paper, n. 564/2018, in <https://iosco.org>;
- HSIAO J. I. H., *Smart contract on the Blockchain. Paradigm Shift for Contract Law*, in *14-US-China Law Review*, 2017, 685 e ss.;
- IANSITI M. – LAKHANI K.L., *The truth about blockchain*, in *Harvard Business Review*, 2017, 1 ss.;
- IEMMA P. – CUPPINI N., *La qualificazione giuridica delle criptovalute: affermazioni sicure e caute differenze*, in www.dirittobancario.it;
- INCUTTI E.M., *Regulating Initial Coin Offering and crypto-assets. A postcard from Italy*, in BARGELLI E. – CALDERAI V., *A Contract Law for the Age of Digital Platforms?*, Pacini Giuridica, Pisa, 2021, 89 ss.;
- INZITARI B. – PICCININI V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, in *Il diritto degli affari*, a cura di INZITARI B., Cedam, Padova, 2008, 23 ss.;
- INZITARI B., *La moneta*, in *Tratt. di dir. comm. e di dir. pubbl. dell’ec.*, a cura di G. GALGANO, VI, Cedam, Padova, 1993;
- INZITARI B., *La natura giuridica della moneta elettronica*, in *La moneta elettronica: profili giuridici e problematiche applicative*, a cura di SICA S. – STANZIONE P. – ZENO ZENCOVICH V., Giuffrè, Milano, 2006, 24 ss.;
- IRTI N. – SEVERINO E., *Dialogo su diritto e tecnica*, Bari-Roma, Laterza, 2001;

- IRTI N., “E’ vero ma...” (replica a Giorgio Oppo), in *Riv. dir. civ.*, 1999, I, 273;
- IRTI N., *Scambi senza accordo*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1998, I, 347;
- JENSEN M.C. – MECKLING W.H., *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, 3, 305-60;
- JOHNSTONE S., *Requisites for Development of a Regulated Secondary Market in Digital Assets*, AIIFL Working Paper, No. 33, April 2019, 7;
- KAAL W. A., *Initial Coin Offerings: the top 25 jurisdictions and their comparative regulatory responses*, University of St. Thomas School of Law (Minnesota), Legal Studies Research Paper, No. 18/07;
- KAAL W.A. – DELL’ERBA M., *Initial Coin Offerings: Emerging Practices, Risk Factors, and Red Flags*, in *Fintech Handbook*, Florian Möslein & Sebastian Omlor eds., Verlag C.H. Beck (2018), U of St. Thomas (Minnesota) Legal Studies Research Paper No. 17-18;
- KAHNEMAN D., (a cura di), *Heuristics and Biases. The psychology of intuitive judgment*, Cambridge, Cambridge University Press, 2001;
- KARAVAND H. – KOST DE SEVRES N., *The Blockchain Revolution: an Analysis of Regulation and Technology Related to Distributed Ledger Technologies*, in <http://ssrn.com>;
- KASTELEIN R., *What Initial Coin Offerings Are, and Why VC Firms Care*, 2017, HBR.org, disponibile in <https://hbr.org/2017/03/what-initial-coin-offerings-are-and-why-vc-firms-care>.
- KEYNES J. M., *Trattato della moneta*, trad. di E. RADAELI, Milano-Roma, 1932;
- KITCH E., *The Theory and Practice of Securities Disclosure*, in *Brooklyn Law Review*, 1995, 61 763;
- KLÖHN L, PARHOFER N, RESAS D., *Initial coin offerings (ICOs): economics and regulation*, in <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.32908>, 82;
- KOULU R., *Blockchain and online dispute resolution: smart contract as an alternative to enforcement*, in *13SCRIPTed*, 2016, 41, ss.;
- KRAAKMAN R., *Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay*, in *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, a cura di FERRARINI G. – HOPT K. – WINTER J. – HOPT K., Oxford, Oxford University Press, 2004, 95-113;
- KRANZ J. – NAGEL E. – YOO Y., *Blockchain token sale*, in <https://link.springer.com/article/10.1007/s12599-019-00598-z>;
- KROGH M., *Transazioni in valute virtuali e rischi di riciclaggio. Il ruolo del notaio*, in *Notariato*, 2018, 2, 155;
- KUN CHEN, *Information asymmetry in initial coin offerings (ICOs): Investigating the effects of multiple channel signals*, in *Electronic Commerce Research and Applications*, 2019, vol. 36;

- LA ROCCA L., *La prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo nelle nuove forme di pagamento. Focus sulle valute virtuali*, in *AGE*, 1, 2015, 201;
- LA SALA G. P., *Intermediazione, disintermediazione, nuova intermediazione: i problemi regolatori*, in *Diritto del Fintech*, a cura di CIAN M. – SANDEI C., Cedam, Padova, 2020;
- LAMANDINI M. – MOTTI C., *Scambi su merci e derivati su commotidies. Quali Prospettive*, in *Quad. giur. comm.*, 294, Giuffr , Milano, 2006;
- LAMANDINI M. – MUÑOZ D.R., *La disciplina dell’equity crowdfunding nella prospettiva dell’emittente e del diritto societario: verso il sub-tipo dell’emittente digitale?* in *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, opera diretta da FINOCCHIARO G. – FALCE V., Zanichelli Editore, Bologna, 2019, 255 ss.;
- LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle societ  per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, V, 521;
- LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle societ  di capitali*, Il Mulino, Bologna, 2001, 57;
- LANCIA R., *Strumenti finanziari “ibridi” e derivati: aspetti civilistici e fiscali dei derivati incorporati nei titoli “ibridi”*, in *Giur. comm.*, 2021, 6, 1086 ss.;
- LEMMA V., *FinTech Regulation: Exploring New Challenges of the Capital Markets Union*, London, 2020, 363 ss.;
- LEMME G., *Moneta scritturale e moneta elettronica*, Giappichelli, Torino, 2003;
- LEMME G. – PELUSO S., *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale. Il caso Bitcoin*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2016, 11;
- LENER R., *Il prodotto “assicurativo” fra prodotto “finanziario” e prodotto “previdenziale”*, in *Dir. economia assicur.*, 2005, I, 1233;
- LENER R., *Strumenti finanziari e servizi di investimento: profili generali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1997, I, 326;
- LENER R. – FURNARI S.L., *Cripto-attivit : riflessioni sulla proposta della commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari “crittografati”?*, 9 ottobre 2020, in www.dirittobancario.it;
- LENER R. – FURNARI S.L., *Modelli organizzativi alla prova delle nuove tecnologie. Prime riflessioni su DAO e i principi generali del diritto dell’impresa*, Paper presentato al XII Convegno annuale dell’Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale “Orizzonti del Diritto Commerciale”, 2021;
- LESSING L., *Code Is Law. On Liberty in Cyberspace*, Harvard Magazine, in <https://www.harvardmagazine.com/>;

- LEUZ C. – WYSOCKI P.D., *The Economics of Disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence and Suggestions for Future Research*, in *Jornal of Accounting Research*, 2016, 2, 525-622;
- LIACE G., *L'investitore tra deficit informativi e bias comportamentali*, in *AGE*, 2018, 3, 445 ss.;
- LIBERANOME P., *Criptovalute tra anarchia e difficili tentativi di regolamentazione*, in *Fintech* a cura di F. FIMMANÒ – G. FALCONE, Napoli, Edizioni Scientifiche italiane, 2019, 419-433;
- LIBERTINI M., *Profili tipologici e profili normativi nella teoria dei titoli di credito*, Milano, Giuffrè, 1969, 97;
- LIBONATI B., *Titoli atipici e non (I certificati di associazione in partecipazione)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1985, 1, 468 ss.;
- LIBONATI B., *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, Giuffrè, 1999;
- LIBONATI B., voce *Titoli impropri e documenti di legittimazione*, in *Noviss. Digesto it.*, XIX, Torino, 1973, 361;
- LINCIANO N., *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, in *Quaderni di finanza della Consob*, 2010, 66;
- LIVI A., *Le criptovalute nella giurisprudenza*, in *I diversi settori del Fintech Problemi e prospettive*, a cura di CORAPI E. – LENER R., Cedam, 2019, 112;
- LJUNGQVIST A.P., *IPO Underpricing*, in ESPEN EBCKO B., *Handobook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, vol. 1, Amsterdam, Elsevier, 2007, 375;
- LOBUONO M., *I Derivati su merci fra contratto e new properties*, in *Scambi su merci e derivati su commotidies. Quali Prospettive*, a cura di LAMANDINI M. – MOTTI C., in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, 294, Giuffrè, Milano, 2006, 447;
- LOMBARDI E.M., *Garanzia e responsabilità nella vendita di beni di consumo*, Milano, 2010;
- LOMBARDO S., *Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni*, Giuffrè, Milano, 2011;
- LOSS L. – SELIGMAN J. – PAREDES T., *Fundamentals Of Securities Regulation*, vol. 1, 7° ed., New York, WoltersKluwer, 2018, 404;
- LUCANTONI P., *La raccolta di capitali tramite portali: l'equity-crowdfunding*, in *I diversi settori del Fintech Problemi e prospettive*, a cura di CORAPI E. – LENER R., Cedam, Padova, 2019, 129;
- LUPOI A., *I prodotti finanziari nella realtà del diritto: rilevanza del rischio finanziario quale oggetto dell'operazione d'investimento*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2017, 75;
- LYANDRES E. – PALAZZO B. – RABETTI D., *An anatomy of initial coin offerings*, Boston University Working Paper, 2018;

- MACARIO F., *Le sopravvenienze*, in *Tratt. del contratto*, diretto da ROPPO V., vol. V, 2, Milano, Giuffrè, 2006, 498 ss.;
- MACCHIAVELLO E. – SCIARRONE ALIBRANDI A., *Marketplace Lending as a New Means of Raising Capital in the Internet Market: True Disintermediation or Reintermediation?*, in <https://ssrn.com>, 17 ss.;
- MACCHIAVELLO E., *Fintech. Problematiche e spunti per una regolazione ottimale*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2019, 3, 435;
- MACCHIAVELLO E., *La modifica del regolamento Consob in materia di equity crowdfunding alla luce dell'evoluzione del diritto finanziario europeo e delle tendenze di regolazione dell'investment-based crowdfunding in Europa*, in *Banca impresa società*, 2016, 320 ss.;
- MACCHIAVELLO E., *La regolazione del FinTech tra innovazione, esigenze di tutela e level-playing field. L'inesplorato caso dell'invoice trading*, in *Banca Impresa Società*, 2019, 3, 497;
- MACCHIAVELLO E., *La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 133;
- MADIR J., *Smart contracts*, in *Fintech. Law and Regulation*, 2° ed., edited by MADIR J., Cheltenham-Northampton, Elgar Financial Law and Practice, 2021, 175.
- MAGNOLO F., *Profili di rilevanza penale in materia di valute virtuali*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, opera diretta da FINOCCHIARO G. – FALCE V., Zanichelli Editore, Bologna, 2019, 477 ss.;
- MAHONEY P.G., *Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems*, in *University of Chicago Law Review*, 1995, 62, 1047;
- MALINOVA K. – PARK A., *Tokenomics: When tokens beat equity*, University of Toronto Working Paper., 2018;
- MANCINI N., *Bitcoin: rischi e difficoltà normative*, in *Banca impresa società*, 2016, 1, 111;
- MANCINI N., *Valute virtuali e Bitcoin*, in *AGE*, 2015, I, 117;
- MANFREDONIA B., *I servizi finanziari on line e la tutela del consumatore "telematico"*, in *Rass. dir. civ.*, 2004, 1171;
- MARCHETTI P.G., *Le offerte pubbliche di sottoscrizione e la legge 216*, in *L'informazione societaria, Atti del Convegno Internazionale di Studi*, Venezia 5-6-7- novembre 1981, Milano, 1982, 1042;
- MARINO G., *Mercato digitale e sistema delle successioni mortis causa*, Edizioni Scientifiche italiane, Napoli, 2022, 83 e ss., e 173 e ss.;
- MARJOSOLA H., *Security Tokens and the Future of EU Securities Law: Rethinking the Harmonisation Project*, in AVGOULEAS E. - MARJOSOLA H.,

- Digital Finance in Europe: Law, Regulation, And Governance*, vol. 5, ECFR, 254 ss.;
- MARTORANO F., *Titolo di credito*, Milano, Giuffr , 1992, 15;
 - MASI D., *Le criptoattivit : proposte di qualificazione giuridica e primi approcci regolatori*, in *Banca Impresa Societ *, 2021, 2, 257;
 - MAUGERI M., *Smart contracts*, in *Enciclopedia del diritto, Contratto*, Giuffr , Milano, 2021, 1132 e ss.;
 - MAUME P. – FROMBERGER M., *Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Law*, in *19 Chicago J. Int. L.*, 2019, 572;
 - MAUME P. – MAUTE L. – FROMBERGER M., *The Law of Crypto Assets, A Handbook*, Verlag C.H.Beck, München, 2022, 49 ss.;
 - MAUME P., *Consumer Protection*, in *The Law of Crypto Assets, A Handbook*, a cura di MAUME P. – MAUTE L. – FROMBERGER M., Verlag C.H.Beck, München, 2022, 115;
 - MAZZAMUTO S. – PLAIA A., *I rimedi nel diritto privato europeo*, Giappichelli Editore, Torino, 2012, 72;
 - MAZZAMUTO S., *La nozione di rimedio nel diritto continentale*, in *Europa e dir. priv.*, 2007, 596 s.;
 - MAZZAMUTO S., *Contratto europeo nel tempo della crisi, Europa e dir. priv.*, 2010, 605 ss.;
 - MELI V. – MARANO P., *La tutela del consumatore contro le pratiche commerciali scorrette nei mercati del credito e delle assicurazioni*, Giappichelli, Torino, 2011;
 - MENDELSON M., *From Initial Coin Offerings to Security Token: A U.S. Federal Securities Law Analysis*, in *Stanford Technology Law Review*, vol. 22, 55;
 - MEO G., *Consumatori, mercato finanziario e impresa: pratiche scorrette e ordine giuridico del mercato*, in *Giur. comm.*, 2010, 5, 720;
 - MESSINEO F., *I titoli di credito*, vol. 1, II ed., Cedam, Padova, 1933, 3 ss.;
 - MESSORI M., *Informazione e mercati finanziari*, in *AGE*, 2006, 2, 203;
 - MEYER M. ET AL., *Think ICO, Think Global*, in *International Financial Law Review*, vol. 37, no. 6, July/August 2018, 92-96;
 - MEZZACAPO S., *La nuova “crypto-attivit ” e infrastruttura finanziaria globale “Libra”: analisi della fattispecie e profili regolamentari nel diritto UE*, in *Dir. banca. interm. fin.*, 2020, 35;
 - MIGLIONICO A., *Innovazione tecnologica e digitalizzazione dei rapporti finanziari*, in *Contr. e Impr.*, 4, 2019, 1376;
 - MINNECI U., *L’informazione ai fruitori dei servizi*, in CIAN M. – SANDEI C., *Diritto del Fintech*, Cedam, Milano, 2020, 73 ss.;

- MIRRA V., *L'equity crowdfunding e le evoluzioni regolatorie: un fenomeno in crescita*, in R. LENER, *Fintech: diritto, tecnologia e finanza*, Minerva bancaria, Roma, 2018, 2, 131;
- MODICA L., *Peer to Consumer Lending*, in *ODCC*, 2022, 1, 81-102;
- MOLONEY N., *Eu Securities And Financial Markets Regulation*, 3° ed., Oxford, Oxford University Press, 2014, 48;
- MOLONEY N., *Financial market governance and consumer protection in the EU, in Financial Regulation, A Transatlantic Perspective*, a cura di FAIA E. – HACKETHAL A. – HALIASSOS M. – LANGENBUCHER K., Cambridge, University Press, 2015;
- MOMTAZ P. P., *Token Sales and Initial Coin Offerings: Introduction*, in <https://papers.ssrn.com>;
- MONTALENTI P., *Impresa, Società di capitali, Mercati finanziari*, Torino, Giappichelli Editore, 343;
- MONTALENTI P., *L'informazione e il diritto commerciale: principi e problemi*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 4, 779;
- MORELLO F., *Blockchain nei servizi finanziari rivolti ai consumatori. Statuto civilistico e regolazione dei rapporti generati dai 'registri distribuiti'*, in NAVARRETTA E. – RICCI L. – VALLINI A., *Il potere della tecnica e la funzione del diritto: un'analisi interdisciplinare di blockchain*, vol. II, Torino, Giappichelli Editore, 2021, 37;
- MORERA U., MARCHISIO E., *Finanza, mercati, clienti e regole... ma soprattutto persone*, in *AGE*, 2012, 1, 19;
- MOTTERLINI M. – CANOVA L. – GIACOMINI G., *Dalla neurofinanza all'economia della felicità. Nuovi paradigmi economici per cittadini consapevoli*, in *AGE*, 2012, 1, 191;
- MOTTI C., *La disclosure nel crogiuolo della finanza comportamentale: il caso dei prospetti informativi*, in BERTANI M., LORIZIO M., MOTTI C., *Modelli e tecniche di tutela dell'investitore*, 2019, FrancoAngeli, 65;
- MOZZARELLI M., *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, 5, 650;
- MUCCIARELLI G. – SPOLIDORO M.S., *Diffusione delle azioni fra il pubblico, ammissione alla quotazione e determinazione del sopra-prezzo*, in *Riv. soc.*, 1986, 31-69;
- MURINO F., *Riflessioni sulle Initial Coin Offering (ICO) e sugli utility token*, in *Fintech* a cura di F. FIMMANÒ – G. FALCONE, Napoli, Edizioni Scientifiche italiane, 2019, 435-448;
- MYALO A. – GLUKHOV N., *Comparison Analysis of ICO, DAO, IEO and STO. Case Study*, in <https://papers.ssrn.com>;
- NATALE M., *Dal "cripto-conferimento" al "cripto-capitale"*, nota a in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, 6, 741;

- NICCOLINI G., *Gettoni e buoni d'acquisto: ancora una generazione di mezzi di pagamento?*, in *Riv. dir. civ.*, 1978, II, 81 e ss.;
- NICOTRA M., *ICO: una ricostruzione giuridica del fenomeno*, in *blockchain4innovation.it*;
- NICOTRA M., *Il regime giuridico delle ICOs. Analisi comparata e prospettive regolatorie italiane*, in *www.dirittobancario.it*, 24 aprile 2019;
- NIUTTA A., *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel T.u.f. aggiornato in base alla MiFID (con il d.lgs. n. 164/2007)*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 836;
- NIVARRA L. – RICCIUTO V. – SCOGNAMIGLIO C., *Diritto privato*, Giappichelli, sesta ed., Torino, 2021, 337;
- NORI G.M., *Bitcoin, tra moneta e investimento*, in *Banca impr. soc.*, 2021, 171;
- NORI G.M., *Fintech, Le initial coin offerings, note a margine dell'approccio regolatorio Consob*, in *Diritto del mercato assicurativo e finanziario*, 2021, 1, 204;
- NOVARESE M., *Educazione finanziaria e regolamentazione: riflessioni di economia cognitiva*, in *AGE*, 2012, 1, 97 ss.;
- NUZZO A., *Contenuti e forme dell'informazione societaria tra passato e futuro. Titoli e operatori atipici nell'era dell'algoritmo*, in *AGE*, 2019, 2, 573;
- NUZZO G., *Impresa e società nell'era digitale (appunti)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, 3, 417 ss.;
- O'SCHIELDS R., *Smart contract: Legal Agreements for the Blockchain*, in *21 North Carolina Banking Institute Journal*, 2017, 177 ss.;
- OFIR M. – SADEH I., *ICO vs. IPO: Empirical Findings, Information Asymmetry, and the Appropriate Regulatory Framework*, in <https://home.heinonline.org/>;
- ONZA M. – SALAMONE L., *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 575;
- OPPO G., *Disumanizzazione del contratto?*, in *Riv. dir. civ.*, 1998, I, 525;
- OPPO G., *Lira e euro nel "periodo transitorio"*, in *Le Società*, 3, 1999;
- ORSINI V., *Della natura giuridica delle criptovalute*, in *Diritto del mercato assicurativo e finanziario*, 2021, 1, 15;
- PACE D.I., *Le negoziazioni organizzate di strumenti finanziari*, in *NDS*, 2016, 1, 38 o anche consultabile in <https://www.nuovodirittodellesocieta.it/>;
- PAGLIANTINI, *Contratti di vendita di beni: armonizzazione massima, parziale e temperata della Dir. UE 2019/771*, in *Giur. it.*, 2020, 217 ss.;
- PALMIERI M., *Offerte al pubblico e sollecitazioni di pubblico risparmio*, in *Il Testo Unico Finanziario, Mercati ed Emittenti*, diretto da CERA M.– PRESTI G., Zanichelli Editore, 2020, 1284 ss.

- PALMUCCI F., *IPO underpricing: il prezzo della liquidità*, in *Banca Impresa Società*, 2011, 2, 237;
- PANTALEO A. – DAVICO D., *Esma rilascia il proprio parere sui crypto-assets*, in www.dirittobancario.it, 27 marzo 2019;
- PAOLONI J., *Peer to peer lending e innovazione finanziaria*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, opera diretta da FINOCCHIARO G. – FALCE V., Zanichelli Editore, Bologna, 2019, 410 ss.;
- PARALUPI A., *Responsabilità civile da prospetto: informazione e danno ingiusto*, in *Riv. dir. Comm.*, 2001, I, 576;
- PAROLA L. – MERATI P. – GAVOTTI G., *Blockchain e smart contract: questioni giuridiche aperte*, in *I Contratti*, 2018, n. 6, 681;
- PASSERETTA M., *Il primo intervento del legislatore italiano in materia di “valute virtuali”*, in *Nuove leggi civ.*, 2018, 1171 ss.;
- PATRIARCA S., *Prodotti e strumenti finanziari*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da M. CERA, G. PRESTI, Zanichelli Editore, Bologna, 2020, 67 ss.;
- PATTI F.P., *Il recesso del consumatore: l’evoluzione normativa*, in *Europa e dir. priv.*, 2012, 4, 1007 ss.;
- PEDERZINI E., *La tracciabilità dei movimenti finanziari tra anonimato e pseudonimato: Fintech, incorporazione del diritto nella tecnica e paradigma by design*, in *Riv. dir. bancario*, 2022, Gennaio/Marzo, 79 ss.;
- PELLEGRINO L., *Le valute virtuali nella prospettiva delle autorità di vigilanza comunitarie nazionali*, in *Riv. dir. bancario*, 2015;
- PELLIZZI G.L., *La fattispecie «titoli di credito»*, in *Riv. dir. civ.*, 1957, I, 548;
- PELLIZZI G.L., *Studi sui titoli di credito*, Padova, Cedam, 1960, 9;
- PERLINGERI P., *I negozi sui beni futuri*, Jovene, Napoli, 1962, 11-12 ss.;
- PERLINGIERI P., *L’informazione come bene giuridico*, in *Rass. dir. civ.*, 1990, 2, 326;
- PERNICE C., *Digital currency e obbligazione pecuniarie*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2018, 237;
- PERRINO M., *Appunti sul lending-based crowdfunding nel reg. UE 2020/1503*, in *Banca Impresa Società*, 2022, *Early access*, 1-21;
- PERRONE A., *Informazione al mercato e tutele dell’investitore*, Giuffré, Milano, 2003, 91 ss.;
- PERUGINI M. L. – DAL CHECCO P., *Introduzione agli Smart Contract*, in <http://papers.ssrn.com>;
- PETERS G. W. – PANAYI E., *Understanding Modern Banking Ledgers through Blockchain Technologies: Future of Transaction Processing and Smart Contracts on the Internet of Money*, 2016, in <http://ssrn.com>;
- PIATTELLI U., *Initial Coin Offering e criptovalute*, in *La Regolamentazione del Fintech, Dai nuovi sistemi di pagamento all’intelligenza artificiale*, a

- cura di PIATTELLI U., con la collaborazione di PIMPINELLA M., Giappichelli Editore, Torino, 2020, 227 ss.;
- PIATTI, *Dal codice civile al codice binario: blockchain e smart contract*, in *Cyberspazio e dir.*, 2016, 3, 326;
 - PIRANI P. P., *Gli strumenti della finanza disintermediata: Initial Coin Offering e blockchain*, in *AGE*, 2019, 1, 329;
 - PISANI MASSAMORMILE A., *Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1270;
 - PISELLI R., *Quando la decentralizzazione delle DLT incontra il mercato dei capitali: appunti sulle organizzazioni decentralizzate*, in *AGE*, 2019, 1, 373;
 - PONTIROLI L., *La disciplina del pagamento nella vendita a distanza dei servizi finanziari: prime considerazioni*, 2006, 6, 678;
 - PORRINI D., *Asimmetrie informative e concorrenzialità nel mercato assicurativo italiano*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2000, 3, 491;
 - PORTALE V., *Token, Blockchain e ICO: cosa sono e come utilizzarli*, in www.blog.osservatori.net, 2019;
 - PREITE D., *In tema di sollecitazione al pubblico risparmio*, in *Giur. comm.*, 1986, II, 217-245;
 - PUORYOUSEFI S., FROOMAN J., *The consumer scam: An agency-theoretic approach*, in *Journal of Business Ethics*, 2019, 154, 1, 1-12;
 - PUPO C.E., *Informazione, Capita Market Union e private placement*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2018, 3, 515 ss.;
 - QUADRI E., *Le obbligazioni pecuniarie*, in *Tratt. Rescigno*, IX, II ed., Torino, 1999, p. 524;
 - QUARANTA G., *Il crowdfunding*, in *Diritto ed economia dell'impresa*, 2017, 915;
 - QUARTA A., *La dicotomia bene-servizio alla prova del supporto digitale*, in *Contratto e Impr.*, 2019, 3, 1013;
 - RAFFAELE F., *Initial coin offerings e cripto-attività: un'analisi comparata tra "arbitraggio tecnologico" ed eterogenesi dei fini dell'approccio regolatorio italiano*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2020, 513 ss.;
 - RAFFAELE F., *The recent view of the Italian market Authority (CONSOB) on initial coin offerings (ICOs) and crypto assets*, in *Diritto del commercio internazionale*, 2020, 3, 799 ss.;
 - RAZZANTE R., (a cura di), *Bitcoin e Criptovalute: Profili fiscali, giuridici e finanziari*, Maggioli, Santarcangelo di Romagna (RN), 2018;
 - RAZZANTE R., *Bitcoin: tra diritto e legislazione*, in *Notariato*, 2018, 4, 383;
 - RAZZANTE R., *Criptovalute e conferimenti aziendali - verso un nuovo diritto dei contratti*, in *Giur. It.*, 2019, 1, 118;
 - RIGHINI A., voce *Risparmio pubblico* (appello al), in *Enc. Dir.*, Annali, Milano, 2007, 1041;

- RIGHINI E., voce “*Strumenti e prodotti finanziari*”, in *Enc. dir. Annali*, IV, Milano, 2011, 1166 ss.;
- RINALDI G., *Approcci normativi e qualificazione giuridica delle criptomonete*, in *Contr. e Impr.* 2019, 1, 257;
- RINGE W.G. – HELLGARDT A., *The International Dimension of Issuer Liability – Liability and Choice of Law from a Transatlantic Perspective*, in 31 *Oxford Journal of Legal Studies*, 2001, 45 ss.;
- RODORF R., *Sollecitazione all’investimento: poteri della Consob e tutela degli investitori*, in *Foro it.*, 2001, V, 266-272;
- ROJAS G. – VARDI N., (a cura di), *Oltre il soggetto razionale, fallimenti cognitivi e razionalità nel diritto privato*, *Studies in Law and Social Science*, 1, Roma Tre-Press, 2014
- ROMANO R., *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, in *Yale Law Journal*, 1998, 107, 2359;
- ROOSENBOOM P. – VAN DER KOLK T. – DE JONG A., *What determines success in initial coin offerings?*, in *Venture Capital* 2020, vol. 22, No.2, 161-183;
- ROPPO V., *Il contratto*, in *Tratt. dir. priv.*, a cura di IUDICA G. – ZATTI P., Milano, Giuffrè, 2011, 943;
- ROPPO V., *Investimento in valori mobiliari (contratto di)*, in *Contr. e impr.*, 1986, 261-300;
- ROPPO V., *Nuova disciplina delle clausole abusive*, in *Scritti in onore di Mengoni*, I, Milano, 1995, 700 ss.;
- ROPPO V., *Offerte al pubblico di valori mobiliari e tecniche civilistiche di protezione dei risparmiatori-investitori*, in *Giur. it.*, 1983, IV, 204;
- RORDORF R., *Importanza e limiti dell’informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 775;
- ROSSI G., *L’informazione societaria e l’organo di controllo*, in *Aa.Vv., L’informazione societaria. Atti del Convegno internazionale di studi*, Venezia, 5-6-7 novembre 1981, a cura di ALVISI P. – BALZARINI P. – CARCANO G., Milano, Giuffrè, 1982, 82, 85;
- ROSSI G., *Offerta al pubblico di titoli, controlli e strutture di mercato*, in *Riv. soc.*, 1985, 1-12;
- RUBINO DE RITIS M., *Bitcoin: una moneta senza frontiere e senza padrone? Il recente intervento del legislatore italiano*, in <https://giustiziacivile.com/>, 20 marzo 2018, 3, ss.;
- RUBINO DE RITIS M., *Conferimenti di criptomonete in società a responsabilità limitata*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di IRRERA M., Torino, Giappichelli, 2020, 314 ss.;
- RUBINO DE RITIS M., *Obbligazioni pecuniarie in criptomoneta*, in https://www.giustiziacivile.com, 11 luglio 2018;

- RUBINO DE RITIS M., *Virtuale, La quarta generazione di moneta*, in *Rivista del Notariato*, 2018, 6, 1314;
- RUGGIERO E., voce “*Moneta, cambio, valuta*”, in *Dig. disc. pubbl.*, X, Torino, ris. 2008, 6;
- RULLI E., *Incorporazione senza res e dematerializzazione senza accentratore: appunti sui token*, in *ODC*, 2019, 1, 124;
- RUSSO B., *La tutela del consumatore nella commercializzazione a distanza dei servizi finanziari*, Bari, 2010;
- SALAMONE L., *La nozione di «strumento finanziario» tra unità e molteplicità*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, 711-714;
- SALEH M., *Cryptonomics: Investment behaviour in the cryptocurrency market*, in *academia.edu*;
- SANDEI C., *Initial coin offering e appello al pubblico risparmio*, in *Diritto del Fintech*, a cura di CIAN M. – SANDEI C., Cedam, Padova, 2020, 277;
- SANDEI C., *L’offerta iniziale di cripto-attività*, Giappichelli Editore, Torino, 2022;
- SANDEI C., *Le initial coin offering nel prisma dell’ordinamento finanziario*, *Riv. dir. civ.*, 2, 2020;
- SANDRELLI G., *Il contenzioso su criptovalute e initial coin offerings al vaglio della giurisprudenza inglese*, in *Rivista delle Società*, 2021, 5-6, 1446 ss.;
- SANDRELLI G., *Raccolta di fondi con moneta virtuale («initial coin offerings»): la posizione della Securities and Exchange Commission*, in *Riv. soc.*, 2017, 1208 ss.;
- SANGIOVANNI V., *Il diritto di recesso nella commercializzazione a distanza di servizi finanziari*, in *Contratti*, 2009, 417;
- SANGIOVANNI V., *La responsabilità per il prospetto fra diritto comunitario, legge nazionale e regolamento Consob*, in *La Responsabilità civile*, 2011, 12, 852 e ss.;
- SANTORO V., *Tentativi di sviluppo di un mercato secondario delle quote di società a responsabilità limitata*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di Irrera, Torino, Giappichelli, 2020, 279 ss.;
- SANTOSUOSSO D.U., *Jus poenitendi e servizi di investimento: la tutela dell’investitore dall’“effetto sorpresa”*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, 773-777;
- SARTORI F., *Informazione economica e responsabilità civile*, Cedam, Padova, 2011, 52 ss.;
- SCADUTO G., *I debiti pecuniari e il deprezzamento pecuniario*, Milano, Giuffrè 1924, 7 ss.;
- SCALCIONE R., *Gli interventi delle autorità di vigilanza in materia di schemi di monete virtuali* in *AGE*, 139;

- SCALCIONE R., *Perché i bitcoin preoccupano i «regulators»*, in AGE, 2015, 139;
- SCHENA C. – TANDA A. – ARLOTTA C. – POTENZA G., *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, Consob, Quaderni FinTech, n.1, marzo 2018, in https://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_1.pdf/35712ee6-1ae5-4fbc-b4ca-e45b7bf80963;
- SCIARRONE ALIBRANDI A., *Il testo unico finanziario alla prova del fintech*, in *Il testo unico finanziario, 1, Prodotti e intermediari*, a cura di CERA M. – PRESTI G., Zanichelli, Bologna, 2020, 51;
- SCIARRONE ALIBRANDI A., *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività: il nuovo approccio regolatorio della Consob*, 2019, in www.dirittobancario.it;
- SCOGNAMIGLIO G., *La responsabilità civile della Consob*, in <https://www.rivistadeldirittocommerciale.com/>, 2006, 10-12, 695 ss.;
- SCOTT W. MAUGHAN, *Utility Token Offerings: Can a Security Transform into a Non-Security?*, in *BYU L. Rev.*, 2019, 1131;
- SEMERARO M., *Moneta legale, moneta virtuale e rilevanza dei conflitti*, in *Riv. dir. bancario*, 2019, 237;
- SENIGAGLIA R., *Informazione contrattuale nella net economy e trasparenza del mercato*, in *Eur. dir. priv.*, 2002, 229, 263;
- SHADAB H.B., *Regulating of Blockchain Token Sales in the United States*, in HACKER P. – LIANOS I. – DIMITROPOULOS G. – EICH S., *Regulating Blockchain, Techno-Social and Legal Challenges*, Oxford, Oxford University Press, 2019, 249 ss.;
- SHADI SAMIEIFAR – DIRK G. BAUR, *Read me if you can! An analysis of ICO white papers*, in *Finance Research Letters*, 2021, 38, 4;
- SHCHERBAK S., *How Should Bitcoin Be Regulated*, in *7 Eur J. Legal Stud.*, 2014, 41;
- SIRENA P. – ADAR Y., *La prospettiva dei rimedi nel diritto privato europeo*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, I, 366;
- SIRENA P. – FARACE D., *I contratti bancari del consumatore*, in *I contratti bancari*, a cura di CAPOBIANCO E., 226;
- SMORTO G., *Sul significato di “rimedi”*, in *Europa e dir. priv.*, 2014, 159 ss.;
- SPADA P., *Dai titoli atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1986, I, 13 ss.;
- SPADA P., *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, Giappichelli Editore, Torino, 1992;
- SPADA P., *Introduzione al diritto dei titoli di credito. Documenti circolanti, circolazione intermediata e password*, Giappichelli Editore, Torino, 2012, 26;

- SPADA P., *La circolazione della «ricchezza assente» alla fine del millennio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, 407;
- SPADA P., *Titoli atipici (voce)*, in *Enc. giur.*, Roma, 1994, 1;
- SPINDLER J.C., *IPO Liability and Entrepreneurial Response*, in *115 U. Pa. L. Rev.*, 2007, 1187-1228;
- STAGNO D'ALCONTRES A., *Il titolo di credito. Ricostruzione di una disciplina*, Giappichelli Editore, Torino, 1999, 6 ss.;
- STAUDENMAYER D., *The Directive on Digital Contracts: First Steps toward the Private Law of the Digital Economy*, in *European Review of Private Law*, vol. 28, 2, 2020, 220;
- STIGLITZ J.E., *The causes and consequences of the dependence of quality on price*, in *Journal of Economic Literature*, 1987, 25, 1-48.
- TATOZZI C., *“Bitcoin: natura giuridica e disciplina applicabile al contratto di cambio in valuta avente corso legale”*, in <https://Ridare.it>;
- TEERINK H., *The IPO Process, IPO Disclosure, and the Prospectus Regulation*, in BUSCH D., FERRARINI G., FRANX J.P., *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford, Oxford University Press, 2020, 19 ss.;
- THUIS MAAS, *Initial coin offerings: when are tokens securities in the EU and US?*, in <https://papers.ssrn.com>;
- TINA A., *Responsabilità della Consob per omessa vigilanza sulla veridicità delle informazioni contenute nel prospetto informativo*, in *Corr. giur.* 2004, 933;
- TOMBARI U., *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. dir. soc.*, 2002, 1065;
- TOMBARI U., *Strumenti finanziari “partecipativi” e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 143;
- TORRENTE A. – SCHLESINGER P., *Manuale di diritto privato*, 24° ed., Giuffrè, Milano, 2019, 189;
- TRABUCCHI A., *Istituzioni di diritto civile*, quarantesima ed., Cedam, Padova, 2003;
- TROTZ E.D., *Tangled up in blue: adapting securities laws to initial coin offerings*, in *North Ill Univ Law*, 2019, Rev 39:428–455;
- TVERSKY A. – KAHNEMAN D., *Extensional vs. intuitive reasoning: The conjunction fallacy in probability judgment*, in *Psychological Review*, 1983, 293 ss.;
- TVERSKY A. – KAHNEMAN D., *Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, in *Science*, 1974, Vol. 185, No. 4157, 1124-1131;
- URBANI F., *Il conferimento di cripto-attività al vaglio della giurisprudenza di merito*, in *Giur. comm.*, 2020, 4, 887;
- VALENTINO D., *Documenti di legittimazione titoli impropri e adempimento*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 1988, 16;

- VALLE L., *L'inefficacia delle clausole vessatorie*, Cedam, 2004, 129 ss.;
- VAMPA R., *Fintech e criptovalute: nuove sfide per la regolazione dei mercati finanziari*, in *Fintech* a cura di FIMMANÒ F. – FALCONE G., Napoli, Edizioni Scientifiche italiane, 2019, 569;
- VARDI N., “*Criptovalute*” e dintorni: alcune considerazioni sulla natura giuridica dei bitcoin, in *Dir. inf.*, 2015, 443;
- VARDI N., *Bit by Bit: Assessing the Legal Nature of Virtual Currencies*, in *Bitcoin and Mobile Payments*, a cura di GIMIGLIANO G. – PALGRAVE MACMILAN, 2016, 67;
- VASELLI M., *Documenti di legittimazione e titoli impropri*, Giuffré, Milano, 1958,
- VELLA F. – GIORDANO G., *De-localizzazione e a-territorialità*, in *Diritto del Fintech*, a cura di CIAN M. – SANDEI C., Cedam, Padova, 2020, 39;
- VELLA F., *La finanza è bella: regole per viverla meglio*, in *AGE*, 1, 2012, 216;
- VETTORI G., *Il contratto europeo fra regole e principi*, Giappichelli Editore, Torino, 2015;
- VETTORI G., *L'attuazione del principio di effettività. Chi e come*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2018, 3, 939, ss.;
- VETTORI G., *Le asimmetrie informative fra regole di validità e regole di responsabilità*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 2, 252;
- VILLANUEVA COLLAO V. – WINSHIP V., *The New ICO Intermediaries*, in *The Italian Law Journal*, 2019, vol. 5, NO. 02, 731;
- VISENTINI G., *I valori mobiliari*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da RESCIGNO P., XVI, Torino, 1985, 707;
- VITELLI F., *Investimenti fuori sede e diritto di ripensamento ex art. 30, T.u.f.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, 4, 525 ss.;
- VIVANTE C., *Le cose: Merci e titoli di credito, la cambiale*, 1929, 5° ed., Vallardi, Milano, 122;
- WALLINGA M.W., *MiFID I & MiFID II and private law: towards a European principle of civil liability?*, *Financial Regulation and Civil Liability in European Law*, a cura di CHEREDNYCHENKO O.O. – ANDENAS M., Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA, 2020;
- WOLF N., *Initial Coin Offerings*, Berlin, Duncker & Humblot, 2020;
- WRIGHT A. – ROHR J., *Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Market*, 2017, Cardozo Legal Studies Paper no. 527, in <https://papers.ssrn.com>;
- WUESTERMAN J. – WUESTERMAN S., *Why Consistency of Accounting Standards Matters: A Contribution to the Rules-Versus-Principles Debate in Financial Reporting*, in *Abacus*, vol. 46, 2010, 1;
- YERMACK D., *Is Bitcoin a real currency? An Economic Appraisal*, in *NBER Working Paper Series*, n. 19747, 9-11;

- ZACCARIA A. – DE CRISTOFARO G., *La vendita di beni di consumo*, Padova, 2002;
- ZANARDO A., *La Suprema Corte di pronuncia sulla responsabilità “da prospetto”*, in *La Responsabilità civile*, 2012, 11, 801 e ss.;
- ZANARONE G., *La tendenziale transtipicità dell’informazione societaria (un processo ancora incompiuto)*, in *AGE*, 2013, 1, 7;
- ZETZSCHE D.A. – ANNUNZIATA F. – ARNER D.W. – BUCKLEY R.P., *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA) and the EU Digital Finance Strategy*, 2020, *European Banking Institute (EBI), Working paper series*, 2020, No. 77, 6 novembre 2020, in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3725395;
- ZETZSCHE D.A. – BUCKLEY R. P. – ARNER D. W. – FOHR L., *The ICO Gold Rush: It’s a scam, It’s a bubble, It’s a super challenge for regulators*, in *European Banking Institute, Working Paper Series*, 18/2018, 2;
- ZHANG D., *Security Tokens: Complying with Security Laws and Regulations Provides More than Token Rewards*, in *UMKC Law Review* 2019, 88, 323;
- ZHANG S. – AERTS W. – LU L. – H. Pan, *Readability of token whitepapers and ICO first-day return*, in *Economics Letters*, 180, 2019, 58-61;
- ZICKGRAF P., *Initial Coin Offerings (ICOs)*, in MAUME P. – L. MAUTE – M. FROMBERGER, *The Law of Crypto Assets, A Handbook*, Verlag C.H.Beck, München, 2022, 174 ss.;
- ZIMMERMANN C.D., *Monetary Policy in the Digital Age*, in HACKER P., LIANOS I., DIMITROPOULOS G., EICH S., *Regulating Blockchain, Techno-Social and Legal Challenges*, Oxford, Oxford University Press, 2019, 99 ss.
- ZINGALES L., *The Costs and Benefits of Financial Market Regulation*, in *ECGI Working Paper*, n. 21/2004, in https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/SSRN-id536682.pdf.

COMUNICAZIONI E PROVVEDIMENTI DELLE AUTORITÀ

- AGENZIA DELLE ENTRATE, Risoluzione n. 72/E del 2 settembre 2016, in <https://www.agenziaentrate.gov.it/>;
- AGENZIA DELLE ENTRATE, Risposta n. 14 del 28 settembre 2018, in <https://www.agenziaentrate.gov.it/>;
- AGENZIA DELLE ENTRATE, Risposta n. 110 del 20 aprile 2020, in <https://www.agenziaentrate.gov.it/>;
- AGENZIA DELLE ENTRATE, Risposta n. 507 del 12 ottobre 2022 <https://www.agenziaentrate.gov.it/>;
- AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS (AMF), *Discussion Paper on Initial Coin Offerings (ICOs)*, 26 October 2017, in amf-france.org;
- BAFIN, *Tokenisation*, 20 maggio 2019, in www.bafin.de;

- BANCA D'ITALIA, *Comunicazione del 30 gennaio 2015*, in <https://www.bancaditalia.it/>;
- BANCA D'ITALIA, *Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette "valute virtuali"*, 30 maggio 2015, in <https://www.bancaditalia.it/>;
- BANCA D'ITALIA, *Avvertenza per i consumatori sui rischi delle valute virtuali da parte delle Autorità europee*, 19 marzo 2018, in <https://www.bancaditalia.it/>;
- BANCA D'ITALIA, *Report "Indagine fintech nel sistema finanziario italiano"*, dicembre 2019, in <https://www.bancaditalia.it/>;
- BANCA D'ITALIA – CONSOB, *Comunicato Stampa, Consob e Banca d'Italia mettono in guardia contro i rischi insiti nelle cripto-attività*, 28 aprile 2021, in <https://www.bancaditalia.it/>;
- BANCA D'ITALIA, *Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, 15 giugno 2022, in <https://www.bancaditalia.it/>;
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS), *Central bank digital currencies, Committee on Payment and Market Infrastructures*, marzo 2018, in <https://bis.org/>;
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS), *Digital currencies, Committee on Payment and Market Infrastructures*, 2015, in <https://bis.org/>;
- BCE, *Virtual currency schemes – a further analysis*, 2015, in <https://www.ecb.europa.eu/>;
- CHAMBER OF DIGITAL COMMERCE, *Consumer Protection Considerations and Guidelines*, 1° ed., 2019, in <https://digitalchamber.org/>;
- COMMISSIONE EUROPEA, *Fintech Action Plan: For a more competitive and innovative European financial sector*, 2018, in <https://ec.europa.eu/>;
- CONSOB, *Comunicazione n. DAL/97006082 del 10 luglio 1997*, in <https://www.consob.it/>;
- CONSOB, *Comunicazione n. DTC/13038246 del 6 maggio 2013*, in <https://www.consob.it/>;
- CONSOB, *Delibera n. 19866 dell'1 febbraio 2017*, in <https://www.consob.it/>;
- CONSOB, *Delibera n. 19968 del 20 aprile 2017*, in <https://www.consob.it/>;
- CONSOB, *delibera n. 20110 del 13 settembre 2017*, in <https://www.consob.it/>;
- CONSOB, *Delibera n. 20346 del 21 marzo 2018*, in <https://www.consob.it/>;
- CONSOB, *Delibera n. 20381 del 13 aprile 2018*, in <https://www.consob.it/>;
- CONSOB, *Delibera n. 20536 del 25 luglio 2018*, in <https://www.consob.it/>;
- CONSOB, *Delibera n. 20660 del 31 ottobre 2018*, in <https://www.consob.it/>;
- CONSOB, *delibera n. 20694 del 14 novembre 2018*, in <https://www.consob.it/>;
- CONSOB, *Delibera n. 20742 del 12 dicembre 2018*, in <https://www.consob.it/>;

- CONSOB, Delibera n. 20786 del 22 gennaio 2019, in <https://www.consob.it/>;
- CONSOB, Delibere n. 20814 e 20815 del 14 febbraio 2019, in <https://www.consob.it/>;
- CONSOB, Delibera n. 20976 del 20 giugno 2019, in <https://www.consob.it/>;
- CONSOB, *Le criptovalute: che cosa sono e quali rischi si corrono; Rischi per i consumatori: valute virtuali e criptovalute*, in <https://www.consob.it/>;
- CONSOB, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività, Documento per la Discussione*, 19 marzo 2019, in <https://www.consob.it/>;
- CONSOB, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività, Rapporto Finale*, 2 gennaio 2020, in <https://www.consob.it/>;
- ESMA, *Report, The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets*, febbraio 2017, in <https://www.esma.europa.eu/>;
- ESMA, *Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-assets*, 9 gennaio 2019, in <https://esma.europa.eu/>;
- ESMA – EBA – EIOPA, *Warning – ESMA, EBA and EIOPA warn consumers on the risks of Virtual currencies*, 12 febbraio 2018, in <https://www.eba.europa.eu/>;
- ESMA – EBA – EIOPA, *Crypto-assets: Esas remind consumer about risks*, 17 marzo 2021, in <https://www.eba.europa.eu/>;
- EUROPEAN BANKING AUTHORITY (EBA), *Avvertenza per i consumatori sulle monete virtuali*, 12 dicembre 2013, in <https://eba.europa.eu/>;
- EUROPEAN BANKING AUTHORITY (EBA), *Opinion on “virtual currencies”*, 4 luglio 2014, in <https://eba.europa.eu/>;
- EUROPEAN BANKING AUTHORITY (EBA), *Virtual currency schemes: a further analysis*, febbraio 2015, in <https://eba.europa.eu/>;
- EUROPEAN BANKING AUTHORITY (EBA), *Opinion of the European Banking Authority on the EU Commission’s proposal to bring Virtual Currencies into the scope of Directive (EU) 2015/849 (4AMLD)”*, agosto 2016, in <https://eba.europa.eu/>;
- EUROPEAN BANKING AUTHORITY (EBA), *Discussion note on the preliminary readout from the EBA Questionnaire on virtual currencies and next steps”*, maggio 2018, in <https://eba.europa.eu/>;
- EUROPEAN BANKING AUTHORITY (EBA), *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*, 9 gennaio 2019, in <https://eba.europa.eu/>;
- FINANCIAL ACTION TASK FORCE (FATF/GAFI), *Report on Virtual Currencies. Key Definition and Potential*, giugno 2014, in <https://www.fatf-gafi.org/>;
- FINANCIAL ACTION TASK FORCE (FATF/GAFI), *Virtual Currencies, Guidance for a risk-based approach*, giugno 2015, in <https://www.fatf-gafi.org/>;

- FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA), *Discussion Paper on distributed ledger technology*, Discussion paper DP17/3, aprile 2017, in <https://www.fca.org.uk/>;
- FINANCIAL ACTION TASK FORCE (FATF/GAFI), *Regulation of virtual assets*, ottobre 2018, in <https://www.fatf-gafi.org/>;
- FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA), *Final Report Cryptoassets Taskforce*, ottobre 2018, in assets.publishing.service.gov.uk;
- FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA), *Guidance on Cryptoassets, Consultation paper*, gennaio 2019, in assets.publishing.service.gov.uk;
- FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB), *Crypto-assets: Potential channels for future financial stability implications*”, febbraio 2018, in <https://www.fsb.org/>;
- FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB), *Financial stability considerations of initial coin offerings and digital token sales*, marzo 2018, in <https://www.fsb.org/>;
- FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB), *Crypto-assets regulators directory*, 5 aprile 2019, <https://www.fsb.org/>;
- FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB), *Assessment of Risks to Financial Stability from Crypto-assets*”, 14 febbraio 2022, in <https://www.fsb.org/>;
- ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *Issues note on Initial Coin Offerings (ICOs)*, 26-27 aprile 2018, in <https://www.oecd.org/>;
- ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *Initial Coin Offerings (ICOs) for SMEs*, 19 gennaio 2019, in <https://www.oecd.org/>;
- PARLAMENTO EUROPEO – Terza Commissione, *Virtual currencies and terrorist financing: assessing the risks and evaluating responses. Director General for Internal Policies, Policy Department for Citizens’ Rights and Constitutional Affairs, Counter-Terrorism. Study PE*, 2018, in <https://europarl.europa.eu>;
- ROFIEG, *Final Report of the Expert Group on Regulatory, Obstacles to financial innovation: 30 recommendations on regulation, innovation and finance*, 2019, in <https://ec.europa.eu/>;
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Report of Investigation Pursuant to Section 21 (a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO*. Release No. 81207, 25 luglio 2017, in <https://www.sec.gov/>;
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Investor alert: bitcoin and other virtual currency-related investments*, 7 maggio 2014, in <https://www.sec.gov/>;
- SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP (SMSG), *Advice to ESMA – Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, del 19 ottobre 2018;

- SWISS FINANCIAL MARKET SUPERVISORY AUTHORITY (FINMA), *Federal Council wants to further improve framework conditions for DLT/blockchain*, 27 november 2019, in <https://www.finma.ch/it/>;
- SWISS FINANCIAL MARKET SUPERVISORY AUTHORITY (FINMA), *Comunicato stampa - La FINMA chiude le attività di offerenti di coin e mette in guardia dalle pseudo-cryptovalute*, 19 settembre 2017, in <https://www.finma.ch/it/>;
- SWISS FINANCIAL MARKET SUPERVISORY AUTHORITY (FINMA), *Comunicato stampa, La FINMA si esprime in merito agli «stable coin»*, 11 settembre 2019, in <https://www.finma.ch/it/>;
- SWISS FINANCIAL MARKET SUPERVISORY AUTHORITY (FINMA), *Comunicazione sulla vigilanza 04/2017 – Trattamento secondo il diritto in materia di vigilanza delle Initial coin offering*, 29 settembre 2017 in <https://www.finma.ch/it/>;
- SWISS FINANCIAL MARKET SUPERVISORY AUTHORITY (FINMA), *Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle initial coin offering (ICO)*, 16 febbraio 2018, in <https://www.finma.ch/it/>;
- SWISS FINANCIAL MARKET SUPERVISORY AUTHORITY (FINMA), *Supplemento alla guida pratica per richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle initial coin offering (ICO), Edizione dell'11 settembre 2019*, in <https://www.finma.ch/it/>;
- UK JURISDICTION TASKFORCE, *Legal Statement on cryptoassets and smart contract*, novembre 2019, in [35z8e83m1ih83drye280o9d1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/2019/11/6.6056_JO_Cryptocurrencies_Statement_FINAL_WEB_111119-1.pdf](https://www.wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/2019/11/6.6056_JO_Cryptocurrencies_Statement_FINAL_WEB_111119-1.pdf).

GIURISPRUDENZA

- App. Milano, 2 febbraio 1990, in *Giur. it.*, 1992, I, 2, 49;
- App. Brescia 24 ottobre 2018, in *Giur. comm.*, 2020, 4, II, 883;
- App. Roma, 11 giugno 2019, in <https://dejure.it/>;
- Cass., sez. un., 16 luglio 2001, n. 9645, in *Foro it.*, 2002, I, 806;
- Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724, con nota di V. ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*, in *Danno e resp.*, 2008, 525;
- Cass., sez. un., 12 maggio 2008, n. 11656, in *Giust. civ.*, 2008, 5, 700
- [Cass., sez. un., 8 aprile 2011, n. 8034](#), in *Foro it.*, 2011, 10, I, 2750;
- [Cass. 11 giugno 2010, n. 14056](#), in *Giust. civ.*, 2010, 6, 892;
- Cass., 5 febbraio 2013, n. 2736, in <https://www.ilcaso.it/>;
- Cass., 11 marzo 2014, n. 5605, in *Guida dir.*, 2014, 23, 83;

- Cass., 12 luglio 2016, n. 14188, in *Resp. civ. prev.*, 2016, 6, 1950, con nota di C. SCOGNAMIGLIO, *Responsabilità precontrattuale e contatto sociale «qualificato»*;
- Cass., 12 marzo 2018, n. 5911, in <https://www.ilcaso.it/>;
- Cass., 30 aprile 2018, n. 10333, in *Giur. it.*, 2018, 12, 2687;
- Cass., 14 giugno 2018, n.15707, in *Riv. not.* 2019, 2, II, 353;
- Cass., 18 giugno 2018, n.15936, in *Guida dir.*, 2018, 29, 32;
- Cass. pen., 17 settembre 2020, n. 26807, in *Giur. comm.*, 2022, 4, II, 928;
- Cass. pen., Sez. II, 10 novembre 2021, n. 44337, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 2023, 1, II, 1;
- Cass., 5 maggio 2022, n. 14208 in <https://dejure.it/>;
- Cass. pen., 26 ottobre 2022, n. 44378, in *Guida dir.*, 2023, 5;
- Corte di Giustizia, 3 aprile 2014, causa C-515/12, in <https://eur-lex.europa.eu/>;
- Corte di Giustizia dell'Unione europea, 22 ottobre del 2015, causa C-264/14, in <https://eur-lex.europa.eu/>;
- Corte di Giustizia, 15 dicembre 2016, causa C-667/15, in <https://eur-lex.europa.eu/>;
- England and Wales High Court, Commercial Court, *Fetch.ai Ltd and Fetch.ai Foundation v Persons Unknown and others*, 15 luglio 2021, in <https://www.bailii.org/>;
- England and Wales High Court, Commercial Court, *Ion Science Ltd and Duncan Johns v Persons Unknown and others*, 21 dicembre 2020;
- Supreme Court of the U.S., *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 301, (1946), in <https://supreme.justia.com/>;
- Supreme Court of the U.S., “*Tcherepnin v. Knight*”, 389 U.S. 332 (1967), in <https://supreme.justia.com/>;
- Supreme Court of the U.S., *United Housing Found., Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837, 852-53 (1975), in <https://supreme.justia.com/>;
- Supreme Court of the U.S., “*International Brotherhood of Teamsters v. Daniel*”, 439 U.S. 551 (1979), in <https://supreme.justia.com/>;
- Supreme Court of the U.S., *SEC v. Edwards*, 540 U.S., 389, 393, (2004), in <https://supreme.justia.com/>;
- T.A.R., Lazio, 27 gennaio 2020, con nota di DE LUCA N. – PASSARETTA M., *Le valute virtuali: tra nuovi strumenti di pagamento e forme alternative d'investimento*, in *Le Società*, 2020, 5, 567 ss.;
- Trib. Milano, 6 novembre 1987, <https://dejure.it/>;
- Trib. Milano, 11 gennaio 1988, <https://dejure.it/>;
- Trib. Verona 24 gennaio 2017, con nota di PASSARETTA M., *Bitcoin: il leading case italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, 4, 471 ss.;
- Trib. Brescia, 18 luglio 2018, in *Giur. comm.*, 2020, II, 883,
- Trib. Brescia, 25 luglio 2018, in *Società*, 2019, 1, 28;

- Trib. Firenze, 19 dicembre 2018, con nota di FAUCEGLIA D., *Il deposito e la restituzione delle criptovalute* in *Contratti*, 2019, 6, 661 ss.;
- Trib. Firenze, 21 gennaio 2019, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, 3, II, 385;
- Trib. Ancona, 20 febbraio 2019, in <https://dejure.it/>;
- Trib. Modena 10 marzo 2020, con nota di LIACE G., *Vendita di diamanti: responsabilità della banca tra omessa informazione e attività accessoria*, in *Giur. comm.*, 2021, 6, 1347 ss.;
- U. S. District Court Eastern District of New York, United States of America c. Maksim Zaslavskiy, con nota di GIUDICI P., *ICO e diritto dei mercati finanziari: la prima sentenza americana*, in *Le Società*, 1, 2019, 55;
- U.S. District Court for the Southern District of New York, SEC v. Telegram Group Inc.& TON Issuer., 19-cv-9439 (PKC) (S.D.N.Y. Mar. 24, 2020), in <https://law.justia.com/>.
- U. S. District Court for the District of New Hampshire, SEC v. LBRY Inc., Case No. 21-cv-260-PB, 7 novembre 2022, in <https://law.justia.com/>.