

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

GENNAIO/MARZO

2019

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH (RADBOUD UN.), PIERRE-HENRI CONAC (UN. LUXEMBOURG), RAFFAELE DI RAIMO (UN. SALENTO), ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI JR. (UN. ROMA "TOR VERGATA"), RAFFAELE LENER (UN. ROMA "TOR VERGATA"), UDO REIFNER (UN. HAMBURG), FILIPPO SARTORI (UN. TRENTO), ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI (UN. CATTOLICA - MILANO), THOMAS ULEN (UN. ILLINOIS)

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA (UN. BOCCONI - MILANO), PAOLOEFISIO CORRIAS (UN. CAGLIARI), MATTEO DE POLI (UN. PADOVA), ALBERTO LUPOI (UN. PADOVA), ROBERTO NATOLI (UN. PALERMO), MADDALENA RABITTI (UN. ROMA TRE), MADDALENA SEMERARO (UN. MAGNA GRECIA), ANDREA TUCCI (UN. FOGGIA)

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI (UN. PIEMONTE ORIENTALE), SANDRO AMOROSINO (UN. UNINETTUNO), SIDO BONFATTI (UN. MODENA E REGGIO EMILIA), FRANCESCO CAPRIGLIONE (UN. GUGLIELMO MARCONI), FULVIO CORTESE (UN. TRENTO), BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI (UN. BOLOGNA), DANIELE MAFFEIS (UN. BRESCIA), RAINER MASERA (UN. GUGLIELMO MARCONI), UGO MATTEI (UN. TORINO), ALESSANDRO MELCHIONDA (UN. TRENTO), UGO PATRONI GRIFFI (UN. BARI), GIUSEPPE SANTONI (UN. ROMA "TOR VERGATA"), FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI (UN. PALERMO), FILIPPO SARTORI (UN. TRENTO),
MADDALENA SEMERARO (UN. MAGNA GRECIA)

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALBERTO
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI
(SECRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, UGO MALVAGNA,
ALBERTO MAGER, MASSIMO MAZZOLA, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, CARMELA ROBUSTELLA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBAIA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Le “criptovalute” sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di “strumenti finanziari”, “valori mobiliari” e “prodotti finanziari”; tra tradizione e innovazione

SOMMARIO: Qualche necessaria premessa metodologica; 1. Le criptovalute come “moneta” (accenni); 2. Le criptovalute come “strumenti finanziari”?; 3. Le criptovalute come “valori mobiliari”?; 4. (segue) Criptovalute e crowdfunding; 5. Le criptovalute come “prodotti finanziari”?; 6. (segue) la disciplina applicabile all’offerta pubblica di criptovalute qualificabili come “prodotti finanziari”.

Qualche necessaria premessa metodologica

Le cronache di questi ultimi anni ci hanno posto dinnanzi ad una serie di innovazioni tecnologiche – fondamentalmente riconducibili al dominio del “digitale”(1) – che, suscitando una abnorme curiosità mediatica e, conseguentemente, dell’opinione pubblica, hanno poi creato e alimentato una gigantesca ondata di aspettative di natura latamente “finanziaria”, scompostamente intercettata da iniziative generalmente alquanto opache messe in atto sui “mercati” da operatori più o meno improvvisati. In tempi recentissimi, il fenomeno ha assunto i tratti dell’ennesima bolla “speculativa” (quella della “bitcoin”(2)) che,

(1) Ci riferiamo qui essenzialmente alla c.d. tecnologia “Blockchain” che attinge alla crittografia e alla c.d. “distributed ledger technology (DLT)”, rimandando, per una prima analisi in ottica giuridica di diritto italiano a L. Parola, P. Merati e G. Gavotti, Blockchain e smart contract: questioni giuridiche aperte, in *I Contratti*, n. 6/2018; M. Bellezza, Blockchain, in M.T. Paracampo (a cura di), *FinTech, Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2017, p. 217 ss e con particolare riguardo ai profili di natura regolamentare affrontati in questo scritto a ESMA, 2017, *The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets*, febbraio 2017, reperibile in https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/dlt_report_-_esma50-1121423017-285.pdf, che si inserisce nel più ampio quadro di intervento avviato dalla Commissione Europea nel 2018 con il ‘FinTech Action plan: for a more competitive and innovative European financial sector’, marzo 2018, reperibile in https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-fintech_en. Per un primo commento sugli orientamenti ESMA vedi F. Annunziata, *Distributed Ledger Technology e mercato finanziario: le prime posizioni dell’ESMA*, in M.T. Paracampo (a cura di), op. cit., p. 229 ss.

(2) La più famosa, forse oggi tra le “valute virtuali”, ideata nel 2008 da Satoshi Nakamoto, (Bitcoin: A Peer-t-Peer Electronic Cash System, reperibile in Bitcoin

pur rapidamente sgonfiatasi, ha comunque intermediato e traslato ingentissimi volumi di “danaro” (“risparmio”?). Nonostante ciò, il fenomeno in esame risulta tuttora più che vivo e attuale e, pur parendo passata l’iniziale, adolescenziale, “ubriacatura”, esso si presenta comunque come una concretissima e ingentissima realtà economica che non potrà che crescere nel futuro – pur ridimensionandosi, con tutta probabilità, rispetto alle iniziali prospettive stratosferiche ed esponenziali - e nel far ciò, dovrà però necessariamente articolarsi secondo schemi operativi e comportamentali più comprensibili, condivisi, strutturati e regolamentati.

Preliminare ad ogni tentativo di regolamentazione⁽³⁾, si pone uno sforzo di analisi e comprensione del fenomeno nei suoi tratti

.org), avvalendosi della citata tecnologia Blockchain; altri noti esempi sono Tether, Ether, LiteCoin o Ripple.

(3) Nel nostro Ordinamento, le Autorità preposte - ciascuna nei rispettivi ambiti - alla tutela del “risparmio” e dei mercati finanziari, hanno tempestivamente monitorato il fenomeno, esercitando opera di sensibilizzazione dell’opinione pubblica sul fenomeno. V. Banca d’Italia già con l’Avvertenza sull’utilizzo delle cosiddette “valute virtuali” del 30 gennaio 2015 e, successivamente, con l’Avvertenza per i consumatori sui rischi delle valute virtuali da parte delle Autorità europee, 19 marzo 2018. In particolare poi la Consob, in linea con la sua specifica mission istituzionale, ha sin qui esercitato una puntuale, vigile e anche discreta azione di vigilanza sul fenomeno - attenta cioè a non frustrare aprioristicamente sul nascere i nuovi fenomeni dell’innovazione finanziaria (fintech) - pur dovendosi essa muovere non facilmente in un quadro regolamentare (domestico ma anche europeo) che non prende (ancora?) in considerazione né disciplina nello specifico il nuovo fenomeno delle “criptovalute” o “valute virtuali”: v. il documento intitolato Rischi per i consumatori: valute virtuali e criptovalute, reperibile sul sito dell’Autorità. Può sin d’ora osservarsi che, come si evince dalla recente indagine effettuata dall’ESMA presso tutte le autorità di vigilanza europee (cfr. ESMA, Advice on Initial Coin Offering and Crypto-Assets, 9 gennaio 2019, disponibile al seguente link https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf) la soglia di tutela degli investitori italiani, quale oggi osservabile nel nostro ordinamento appare ben più elevata rispetto a quella presente in quasi tutti gli altri ordinamenti europei, grazie ad un concetto - da noi anche normativamente recepito - di “prodotto finanziario” più ampio di quello di “strumento finanziario” presente nella normativa di settore europea. Molteplici sono ormai le occasioni in cui la Commissione è sin qui intervenuta - in maniera puntuale, vigile e anche discreta, attenta cioè a non frustrare aprioristicamente sul nascere i nuovi fenomeni dell’innovazione finanziaria (fintech), senza al contempo abdicare alla sua mission istituzionale - a disciplinare il fenomeno, tracciando così le linee di un orientamento che va consolidandosi in sostanziale continuità evolutiva con la risalente

morfologici e funzionali e, quindi, di suo inquadramento giuridico; inquadramento che, a noi pare, non potrà che avvenire sempre ricorrendo, come si vedrà, alle consolidate e “tradizionali” categorie

elaborazione in materia. Con particolare riferimento alla tematica delle criptovalute può rinviarsi a: Delibera n. 19866 del 1° febbraio 2017 - Sospensione, ai sensi dell’art. 101, comma 4, lett. b), del D.lgs. n. 58/1998, dell’attività pubblicitaria effettuata tramite il sito internet www.coinspace1.com relativa all’offerta al pubblico promossa dalla Coinspace Ltd. avente ad oggetto "pacchetti di estrazione di criptovalute"; Delibera n. 19968 del 20 aprile 2017 - Divieto, ai sensi dell’art. 101, comma 4, lett. c), del Tuf, dell’attività pubblicitaria effettuata tramite il sito internet www.coinspace1.com relativa all’offerta al pubblico promossa dalla Coinspace Ltd. avente ad oggetto "pacchetti di estrazione di criptovalute"; Delibera n. 20110 del 13 .9.2017, Sospensione, ai sensi dell’art. 99, comma 1, lett. b), del Tuf, dell’offerta al pubblico residente in Italia effettuata dalla società Cryp Trade Capital avente ad oggetto investimenti di natura finanziaria promossi tramite il sito internet <https://cryp.trade>; Delibera n. 20346 del 21 marzo 2018 - Ordine, ai sensi dell’art. 7-octies, comma 1, lett. b), del Tuf di porre termine alla violazione dell’art. 18 del Tuf posta in essere tramite il sito internet www.coinoa.com; Delibera n. 20536 del 25 luglio 2018 - Ordine, ai sensi dell’art. 7-octies, comma 1, lett. b), del Tuf di porre termine alla violazione dell’art. 18 del Tuf posta in essere tramite il sito internet www.swisscci.com; Delibera n. 20381 del 13 aprile 2018, Ordine, ai sensi dell’art. 7-octies, comma 1, lett. b), del D. Lgs. n. 58/1998 Tuf, - Ordine di porre termine alla violazione dell’art. 18 del Tuf posta in essere tramite il sito internet www.royalcripto.com; Delibera n. 20660 del 31 ottobre 2018 - Sospensione, ai sensi dell’art. 99, comma 1, lett. b), del d.lgs. n. 58/1998, dell’offerta al pubblico residente in Italia avente ad oggetto "token TGA", effettuata da Togacoin LTD anche tramite il sito internet <https://togacoin.com>; Delibera n. 20693 del 14 novembre 2018 - Sospensione, ai sensi dell’art. 99, comma 1, lett. b), del Tuf, dell’offerta al pubblico avente ad oggetto la moneta digitale denominata “Crypton”; Delibera n. 20694 del 14 novembre 2018 - Sospensione, ai sensi dell’art. 101, comma 4, lett. b), del Tuf, dell’attività pubblicitaria effettuata dal sig. Alessandro Brizzi tramite la propria pagina facebook relativa all’offerta al pubblico correlata all’acquisto della moneta digitale denominata “CRYPTON”; Delibera n. 20751 del 19 dicembre 2018, divieto ai sensi dell’art. 99, comma 1, lett. d) del Tuf, di offerta al pubblico residente in Italia avente ad oggetto il “Piano di investimento AvaCrypto”. Delibera n. 20741 del 12 dicembre 2018, Sospensione, ai sensi dell’art. 99, comma 1, lett. b), del D. lgs. n. 58/1998, dell’offerta al pubblico avente ad oggetto i contratti su "Bitsurge token" promossa sul sito www.bitsurge.io e sulla pagina facebook "Bitsurge Token"; Delibera n. 20740 del 12 dicembre 2018, Sospensione, ai sensi dell’art. 99, comma 1, lett. b), del D. lgs. n. 58/1998, dell’offerta al pubblico avente ad oggetto i "certificati Green Earth" promossa sulla pagina facebook "Progetto Crypto Green Earth"; Delibera n. 20814 del 14 febbraio 2019, Divieto, ai sensi dell’art. 99, comma 1, lett. d), del D. lgs. n. 58/1998, dell’offerta al pubblico avente ad oggetto investimenti di natura finanziaria promossa dalla Cryptoforce Ltd.

concettuali(4) - certo, ove necessario, adattate e plasmate sui nuovi fenomeni che la realtà tecnologica offre all'analisi - ma fondamentalmente stabili e conosciute. Troppo spesso il dibattito pubblico su questi fenomeni pare indugiare su una loro rappresentazione "esoterica" che - parendo talora alimentata sapientemente da quella che vuole così proporsi come una chiusa "casta sacerdotale" di pochi "iniziati", i soli capaci di comprenderne le intime e misteriose logiche, imperscrutabili ai più - finisce per confondere il "pubblico" (per ora vagamente e variamente riconducibile alle categorie dei "risparmiatori" o "investitori") e disorienta i regulators, lasciando campo libero alla fantasia di geniali e inconsapevoli innovatori ma spesso anche alle scorriere di spregiudicati speculatori che di quelle innovazioni abusano, invece, ben consapevolmente.

Certamente, trattandosi di fenomeni che nascono e si sviluppano nella sfera tecnologica più evoluta (che attinge alla informatica, alla crittografia, alla intelligenza artificiale, Big Data etc.) esiste una barriera cognitiva spesso insuperabile per la maggioranza dei consociati che quei fenomeni si limiti ad osservare dal di fuori dell'invalicabile recinto tecnocratico. Questo, però, è sicuramente vero in una prospettiva, per così dire "interna"; ciò non preclude, allora, che in una prospettiva "esterna", possa cionondimeno pretendersi di leggere e disciplinare queste nuove "creature" ricorrendo comunque ai consueti e tradizionali schemi e categorie dell'agire economico e della regolamentazione giuridica e ciò anche prescindendo dal contenuto ingegneristico, informatico e digitale "interno" a quella sottostante realtà (5). Da questo punto di vista, questi nuovi fenomeni tecnologici

(4) In relazione alla nuova dimensione "fintech", sottolinea invece l'esigenza di adottare un approccio analitico che vada oltre le consolidate categorie concettuali si rinvia a E. Macchiavello, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca Borsa e Titoli*, I, p. 74 e p. 96. Per un'impostazione generale dell'inedito approccio analitico richiesto dal fenomeno fintech vedi M.T. Paracampo (a cura di), *op. cit.*

(5) Certo, la nuova dimensione digitale e tipicamente transnazionale del fenomeno in esame - per quanto leggibile all'interno dei paradigmi classici - suscita problemi di regolamentazione spesso del tutto particolari e, qui si, inediti, richiedendo approcci tecnologici innovativi e sovranazionali; è però un problema di strumenti di intervento e regolazione oggi riconducibili alla nozione di RegTech e SupTech, sul punto cfr. D.W. Arner, J. Barberis e R.P. Buckley, *FinTech, RegTech, and the Reconceptualization of Financial Regulation*, in *Northwestern Journal of International*

non paiono infatti avere inventato nuove dimensioni relazionali o giuridiche che impongano un approccio analitico sin qui inesplorato e quindi un pionieristico apparato di disciplina; i tratti della “disintermediazione”, della “decentralizzazione”, della “liquidità” e della “virtualità” – tutti certamente tipici e qualificanti della post-modernità digitale – paiono incontrare comunque dei confini e dei limiti inevitabili nella realtà delle relazioni economiche e interpersonali sottostanti (6). In quello che riteniamo un doveroso sforzo di

Law & Business, n. 37/2017; FCA (12.9.2017) “RegTech”, disponibile al seguente link <https://www.fca.org.uk/firms/regtech> e D. Broeders e J. Prenio, Innovative technology in financial supervision (suptech) - the experience of early users, in FSI Paper, July 2018; N. Linciano e P. Soccorso, FinTech e RegTech: approcci di regolamentazione di supervisione, in M.T. Paracampo (a cura di), op. cit., p. 27 ss. In relazione al generale fenomeno dell'utilizzo delle tecnologie informatiche e telematiche in ambito finanziario può rinviarsi a quella che è ormai la risalente dottrina specialistica: cfr. F. Capriglione, Evoluzione informatica e soggettività finanziaria nella definizione di alcune tipologie operative on line, in Banca Borsa e Titoli, 2001, I, 491, L. Enriques, Servizi di investimento, offerta a distanza e appello al pubblico risparmio mediante Internet, in Dir. Banca e mercati fin., 2003, I, p. 34-35.; G. Grisi, La prestazione on line di servizi e prodotti finanziari, in Europa e dir. Priv., 2001, p. 367; J. Lerner, promotion and selling of financial products and services through the internet, in Dir comm. int. 2001, 15, 4, p. 829; D. Lucarini Ortolani, L'internet nell'intermediazione finanziaria, in Dir. Inform, 2003, p. 21; P. Sammarco, Promozione e negoziazione dei prodotti finanziari tramite internet, in Dir. Inform. 1999, p. 1067; G. Falcone, Tre idee intorno al c.d. “Fintech”, in Riv. Dir. Banc., Maggio 2018; M.T. Paracampo (a cura di), op.cit.; C. Schena, A. Tanda, C. Arlotta e G. Potenza, Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale, in Quaderni FinTech, 1, Consob, marzo 2018. G. Falcone, Tre idee intorno al c.d. “FinTech”, in Rivista di diritto Bancario, Maggio 2018; E. Palmerini, G. Aiello, V. Cappelli; G. Morgante, N. Amore, G. Di Vetta, G. Fiorinelli, M. Galli, Il FinTech e l'economia dei dati, Considerazioni su alcuni profili civilistici e penalistici. Le soluzioni del diritto vigente ai rischi per la clientela e gli operatori, Quaderni FinTech, 2, Consob, dicembre 2018; C. Barbagallo, Fintech: Ruolo dell'Autorità di Vigilanza in un mercato che cambia, durante il Convegno dell'Associazione dei docenti di economia degli intermediari e dei mercati finanziari e finanza d'impresa sul tema “Fintech: Ruolo dell'Autorità di Vigilanza in un mercato che cambia” tenutosi in data 8 febbraio 2019. In ambito europeo, cfr. European Parliament, Report on FinTech: the influence of technology on the future of the financial sector, (28 aprile 2017), 2016/2243 (INI), reperibile in <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A8-2017-0176+0+DOC+PDF+V0//EN>.

(6) Da questo punto di vista, l'unica nuova “dimensione” effettivamente osservabile in questi fenomeni appare quella della natura “collaborativa” e condivisa

semplificazione, a noi pare che questi fenomeni si prestino (ancora) ad esser letti, interpretati e disciplinati, guardando alle loro dimensioni (manifestazioni) “esterne”, trattandosi in definitiva di comportamenti umani che, svolgendosi pur sempre nella dimensione dell’agire economico, risultano in ultima analisi pienamente riconducibili, di volta in volta, a categorie concettuali generali (“investimento”, “finanziamento”, “conferimento”, “gestione”, “speculazione”, “impiego e raccolta di capitali”, “intermediazione”, “risparmio”, “mercato”, “società”, etc...)(7) e alle connesse specifiche nozioni giuridiche settoriali (“servizi di investimento”, “servizi di pagamento”, “strumenti finanziari”, “valori mobiliari”, “prodotti finanziari”) elaborate nell’Ordinamento per via normativa, giurisprudenziale e amministrativa. Ed è allora da questi concetti che occorrerà cominciare per approntare una griglia ermeneutica da calare - una volta analizzato e compreso nei suoi tratti funzionali - sul “nuovo” fenomeno qui indagato al fine di individuare (8) le più corrette qualificazioni giuridiche utili a tracciarne, infine, i più efficaci, funzionali e sistemicamente coerenti profili di regolamentazione. Non costituirà, viceversa, oggetto specifico dell’ analisi che segue, la dimensione

(shared) dei modelli di business adottati tipicamente in queste piattaforme digitali; fenomeno che più che creare nuove “funzioni” e “ruoli” dell’agire economico e giuridico da sottoporre a disciplina, determina una loro confusione/sovrapposizione che non rende sempre facile distinguere, ad es., tra chi su queste piattaforme sia l’utente, l’intermediario o l’emittente. Lo stesso schema di partecipazione “condivisa” tra gli utenti ad un progetto imprenditoriale, tipico del modello di business di qualche piattaforma, potrebbe allora far pensare alla esistenza di un fenomeno societario, potendosi allora porre un problema di compatibilità di questi schemi con il principio di “tipicità” sancito nel nostro ordinamento dall’art. 2249. c.c. Con la locuzione “collaborative economy” ci si riferisce ai “business models where activities are facilitated by collaborative platforms that create an open duals”: cfr. Commissione Europea, A European agenda for the collaborative economy (Communication) COM (2016) 3556 final, p. 2-3 9.

(7) Il riferimento non può qui che essere alla lucida e approfondita disamina condotta da G. Ferri Jr, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001.

(8) Fondamentalmente, all’interprete è richiesto in primis uno sforzo di lettura e comprensione del fenomeno nei suoi tratti morfologici e funzionali di base, per arrivare quindi ad un suo inquadramento giuridico applicando in chiave analogica gli schemi analitici con cui sono letti e disciplinati fenomeni comparabili (sotto un profilo morfologico e/o funzionale) della realtà economica, in particolare finanziaria, pur con le difficoltà ermeneutiche sopra enunciate alla nota 5.

analitica strettamente “interna”, “strutturale” del fenomeno che può ben essere ed è campo di applicazione dell’analisi giuridica⁽⁹⁾, di tipo più classicamente “civilistico”, al fine di indagarne l’intimo contenuto in termini di posizioni giuridiche dominicali o obbligatorie intercorrenti tra i soggetti (individui e imprese) che operano in essa (10), potendoci limitare, in questa sede, a segnalare come le risultanze analitiche a cui pare potersi pervenire non sembrano dissimili - in prospettiva analogica - da quelle che presiedono all’analisi del regime giuridico oggi

(9) Può rinviarsi a E. Girino, *Criptovalute: un problema di legalità funzionale*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 55, 2018 nonché a: R. Bocchini, *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Diritto dell’Informazione e dell’informatica (II)*, fasc. 1, febbraio 2017, p. 27; S. Capaccioli, *Bitcoin e criptovalute*, in G. Cassano, N. Tilli, G. Vaciago (a cura di), *Tutele e risarcimento nel diritto dei mercati e degli intermediari*, Milano, 2018, p. 445; N. Vardi, “*Criptovalute*” e dintorni: alcune considerazioni sulla natura giuridica dei bitcoin, in *Diritto dell’Informazione e dell’informatica (II)*, fasc. 3, giugno 2015, p. 443; G. Gasparri, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del Bitcoin: miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema?*, in *Diritto dell’Informazione e dell’informatica (II)*, fasc. 3, 2015, p. 415; P. Iemma e N. Cuppini, *La qualificazione giuridica delle criptovalute: affermazioni sicure e caute diffidenze*, in *DirittoBancario online*, 8.3.2018; V. De Stasio, *Verso un concetto europeo di moneta legale: valute virtuali, valute complementari e regole di adempimento*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, n. 6/2018, p. 747 ss.; K. Low and E. Teo, *Bitcoins and other cryptocurrencies as property?* (2017) 9 *Law, Innovation and Technology* 235; T. Cutts and D. Goldstone QC, *Bitcoin Ownership and its Impact on Fungibility*, *Coindesk* 14 giugno 2015, reperibile in www.coindesk.com/bitcoin-ownership-impact-fungibility/; G.L. Greco, *Monete complementari e valute virtuali*, in M.T. Paracampo (a cura di), op. cit., p. 197 ss.

(10) In tal senso occorrerà attentamente comprendere il funzionamento della “piattaforma”, nelle sue specifiche e peculiari caratteristiche tecniche “interne” (algoritmi, protocolli informatici, sistemi operativi etc.) e quindi nei relativi presupposti e implicazioni, al fine di poter dire quando - con riferimento ad una certa determinata “criptovaluta” - possa dirsi, ad esempio, effettuato o intervenuto un “pagamento” (o meglio, “adempimento”) in un’accezione giuridicamente rilevante, posto che, a tal fine, le conclusioni potrebbero essere diverse da quelle osservabili nella fattispecie dell’obbligazione pecuniaria “classica”. Ma come detto, su questi profili “interni” - che, peraltro, andrebbero esaminati caso per caso in relazione alle particolari modalità di funzionamento di ciascuna diversa “criptovaluta” che fosse presa in esame, ciascuna avendo il suo sottostante o intrinseco modello di business e i suoi propri e peculiari “protocolli” - non ci potremo soffermare in questo scritto. Per una analisi nella dottrina italiana può rinviarsi a L. Parola, P. Merati e G. Gavotti, op. cit.

descrivibile in relazione ai valori mobiliari dematerializzati⁽¹¹⁾; in particolare possono sin d'ora evidenziarsi alcune illuminanti analogie per quel che attiene il regime di emissione/estrazione (mining) di, rispettivamente, azioni societarie dematerializzate/bitcoin e la possibile risposta che, in termini di disciplina giuridica, può ipotizzarsi in relazione alle modalità di detenzione e di circolazione, con particolare riguardo alla regolamentazione dei “classici” possibili conflitti tra diversi successivi acquirenti (double spend problem). Ma anche sotto questo profilo l'analisi delle relazioni “interne” che descrivono le particolari modalità di emissione, detenzione, custodia e circolazione potranno variare, da caso a caso, in relazione alle singole “criptovalute” esaminate, in virtù del modello di business di volta in volta adottato, potendo esse descriversi talora in termini di piattaforme centralizzate (il che darà luogo a transazioni “off-chain” rispetto al circuito DLT), altre volte di piattaforme decentralizzate (il che darà luogo, invece, a transazioni “on-chain” rispetto al circuito DLT); talora come piattaforme che forniscono servizi di tipo brokers/dealers, altre volte descrivibili in termini di “sistemi multilaterali di negoziazione”; talune vedendo associati servizi di “custodia” attraverso e-wallets, altre affidando tali servizi a soggetti esterni (c.d. wallet providers).

Nell'analisi che segue ci cimenteremo dunque nella ricerca di un corretto inquadramento giuridico - nella prospettiva analitica che abbiamo visto rivolta ad analizzare la manifestazione “esterna” del fenomeno - limitatamente peraltro solo ad alcuni ambiti del diritto dei mercati finanziari⁽¹²⁾, omettendo quindi di indagare altri profili

(11) Per i quali può delinarsi un nuovo flessibile concetto di “proprietà”: nella dottrina anglosassone v. J.S. Rogers, *An Essay on Horseless Carriage and Paperless Negotiable Instruments: Some Lessons from the Article 8 Revision*, (1995) 31 *Idaho L Rev*, p. 689; S.L. Schwarcz, *Intermediary Risk in a Global Economy* (2001) 50 *Duke LJ* 1541. Nella dottrina italiana può rinviarsi, per tutti, a M. Cian, *I titoli di credito cartacei ed elettronici*, in *Manuale di diritto commerciale*, a cura di M. Cian, Napoli, 2016, p. 139.

(12) Ci concentreremo infatti qui sui profili di regolazione che più riguardano da vicino la tutela del risparmio (investor and consumer protection); molteplici profili analitici potrebbero qui entrare in campo, anche limitatamente al diritto dell'intermediazione mobiliare, essendo potenzialmente interessati diversi ambiti normativi europei (e i relativi atti di implementazione degli Stati Membri): la Direttiva sul prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti (Direttiva 2003/71/CE), la Direttiva sulla trasparenza riguardante le

giuridici che possono ben essere terreno di indagine; da quello “pubblicistico”(13) (della riserva di emissione di moneta e di cambiavalute, ovvero di prestazione di “servizi di pagamento” o di “moneta elettronica”, a quello della prevenzione e contrasto di fenomeni criminali quali il riciclaggio(14) o il terrorismo), a quello

informazioni delle emittenti (Direttiva 2013/50/UE), MiFID II (Direttiva 2014/65/UE), la Direttiva sugli abusi di mercato (Direttiva 2014/57/UE), il Regolamento sulle vendite allo scoperto (Reg. UE 236/2012), il Regolamento relative ai depositari centrali di titoli (Reg. UE 909/2014) e la Direttiva concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli (Direttiva 98/26/CE).

(13) V. E. Boronovo, 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; N. Mancini, *Bitcoin: rischi e difficoltà normative*, In Banca, impresa, società, 2016; E. Barcellona, *Ius monetarium*, Bologna, 2012. Per una interessante prospettiva che ipotizza una “versione digitale dello SDR” (“Special Drawing Rights”, “Diritti Speciali di Prelievo”, l’unità di conto creata già nel 1968 dal Fondo Monetario Internazionale) come possibile virtual currency mondiale del futuro, ancorata ad un paniere multi-currency, v. E. FLOR, *I Diritti Speciali di Prelievo (Special Drawing Rights): da Bretton Woods alla moneta mondiale*, in Banca impresa società, 2, 2018, p.293.

(14) Si veda a tal fine il d. lgs. N. 90/2017 di recepimento della Direttiva 849/2015/UE che ha sottoposto agli obblighi antiriciclaggio anche gli exchanger di criptovalute (valute virtuali), prevedendo l’obbligo di iscrizione in una sezione speciale del registro dell’OAM, ex art. 128-undecies del TUB.; in argomento, G.P. Accinni, *Profili di rilevanza penale delle criptovalute*, in Arch. Pen., 2018. Per un inquadramento generale del fenomeno in questa ottica, v. il recentissimo EBA Report, *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*, 9 gennaio 2019. A livello internazionale il rischio di utilizzo delle criptovalute per aggirare la normativa antiriciclaggio e anti-terrorismo è stato anche recentissimamente stigmatizzato in sede del G 20 svoltosi agli inizi di dicembre 2018 in Argentina, ove nella dichiarazioni finali può leggersi come “We will step up efforts to ensure that the potential benefits of technology in the financial sector can be realized while risks are mitigated. We will regulate crypto-assets for anti-money laundering and countering the financing of terrorism in line with FATF standards and we will consider other responses as needed”.

tributario,(15) a quello civilistico, (il diritto delle obbligazioni e di quelle “pecuniarie” in particolare)(16) e financo societario(17).

Negli ambiti di disciplina che ci proponiamo qui di sottoporre ad una prima indagine, la “criptovaluta” potrà/potrebbe di volta in volta rilevare - a seconda dei molteplici modelli di business osservabili nelle “piattaforme” operanti sul web - nella sua dimensione oggettiva di

(15) Nel nostro Ordinamento può rinviarsi alla approfondita e pionieristica analisi condotta dalla Agenzia delle Entrate con la risposta ad interpello n. 14 del 2018, e prima ancora alla risoluzione 2 settembre 2016, n.72/E; in argomento, e con specifico riguardo agli “utility tokens”, potrebbe assumere rilevanza il recente decreto legislativo 141/2018 con cui è stata recepita la Direttiva 2016/1065/UE, nota anche come “direttiva sui voucher”. In argomento può rinviarsi a A.E. Giudice, Bitcoin e criptovalute, tra tassazione diretta e monitoraggio fiscale, ennesimo arresto dell’Agenzia delle Entrate, in *Strumenti finanziari e fiscalità*, 2018.

(16) Altri profili potenzialmente interessati, potrebbero essere quelli dell’attività bancaria e finanziaria (direct lending) e della raccolta del risparmio tra il pubblico”, laddove il modello di business osservabile sulle “piattaforme” prese in esame sia descrivibile in termini di “lending-based crowdfunding”. Su questa ipotesi analitica ci soffermeremo più oltre.

(17) V. in particolare la prima giurisprudenza che ha deciso come “non è conferibile in una società di capitali una criptovaluta in fase embrionale, in quanto non ancora oggetto di negoziazioni in alcuna piattaforma di scambio tra criptovalute ovvero tra criptovalute e monete aventi corso legale, circostanza ritenuta fondamentale al fine di individuare un attendibile valore della stessa”; così Tribunale di Brescia, 25 luglio 2018, n. 7556. Per un commento, v. B. Campagna, Limiti all’utilizzabilità delle criptovalute in sede di aumento di capitale, in *Dirittobancario*, 30 agosto 2018. Come già accennato, lo stesso schema di partecipazione “condivisa” tra gli utenti ad un progetto imprenditoriale, tipico del modello di business di qualche piattaforma, potrebbe allora far pensare alla esistenza di un fenomeno societario, potendosi allora porre un problema di compatibilità di questi schemi con il principio di “tipicità” sancito nel nostro ordinamento dall’art. 2249. c.c. Occorrerebbe allora procedere ad una attenta ricostruzione degli spazi oggi concessi dall’ordinamento per applicare agli schemi societari tipici – senza alterarne il contenuto inderogabile – una dimensione “virtuale” che veda nella “piattaforma” il suo baricentro “ontologico”; si tratterebbe quindi di ricostruire i confini di quella che potremo qui chiamare una “cripto-società”, intervenendo ad applicare la nuova dimensione, ai singoli profili di disciplina più adattabili alle nuove tecnologie in questione: le modalità di emissione, rappresentazione, registrazione e circolazione delle partecipazioni sociali (azioni o quote); le modalità di formazione della volontà degli organi sociali e di loro convocazione, riunione, verbalizzazione; le modalità di rappresentazione esterna e di manifestazione della volontà sociale...etc.

“bene”(18) (variamente meglio qualificabile, a seconda dei casi, talora come moneta “convenzionale” (contractual money), – più difficilmente come “mezzo di pagamento” - ora come “strumento finanziario”, “valore mobiliare”, “prodotto finanziario”(19)) che possa variamente venir a costituire oggetto di operazioni di detenzione, accumulazione, scambio, offerta, finanziamento, investimento etc., dovendoci allora interrogare innanzitutto sulla qualificazione giuridica di quella “criptovaluta”. In altra e connessa prospettiva, il fenomeno andrà invece indagato con riguardo al regime di riserve e/o di obblighi comportamentali a cui debba essere sottoposta l’attività di chi intervenga variamente in quelle operazioni, in uno stadio di mercato “primario” (come emittente ovvero prestatore/prenditore) o “secondario”, (come intermediario o prestatore di servizi, a seconda dei casi, di “investimento”, di “gestione”, di “pagamento”, di “raccolta ordini”, di “collocamento”, di “deposito e custodia” etc...); spesso in una inedita commistione di ruoli e/o funzioni, tipica del nuovo modello della condivisione (sharing economy).

1. *Le criptovalute come “moneta” (accenni)*

Ogni discorso sulle criptovalute parrebbe dover partire dalla nozione stessa di “moneta”, una forse delle creazioni più risalenti e più concettualmente ardite del pensiero umano (20) e, nonostante ciò, ancora oggetto di un non definitivo assetto analitico da parte di

(18) Omettiamo come detto, in questa sede, una più approfondita disamina in merito alla riconducibilità delle criptovalute nell’ambito della nozione civilistica di “bene” ex art. 810 c.c.

(19) Che, come noto, costituiscono le categorie concettuali di base del diritto dei mercati finanziari, costituenti ciascuna un sottoinsieme logico di un’altra, a partire da quella più inclusiva dei “prodotti Finanziari” a quella intermedia degli “strumenti finanziari”, a quella più circoscritta dei “valori mobiliari”.

(20) Per una affascinante ricostruzione in ottica storico-sociologica v. Y.N. Harari, *Sapiens- A Brief History of Humankind*, Londra, 2011, 193 ss. In una prospettiva giuridica i riferimenti obbligati rimangono: C. Proctor, *Mann on the Legal Aspect of Money*, 7. Ed., Oxford, 2012; A. Nussbaum, *Money in the law, national and international: a comparative Study in the Borderline of Law and Economics*, Brooklin, 1950 e nella dottrina italiana, B. Inzitari, *La moneta*, in *Moneta e valuta*, in *Tratt. di dir. comm. e di dir. pubbl. dell’ec.*, a cura di Galgano, VI, Padova, 1993; L. Farenga, *La moneta bancaria*, Torino, 1997.

economisti e giuristi. E tuttavia, ci si avvede ben presto che la questione posta in termini di ricostruzione della natura delle criptovalute in senso “monetario”, appare oggi riduttiva e fuorviante. Come avremo modo di vedere nel prosieguo dell’analisi, nel parlare di “criptovalute” - locuzione per cui manca oggi una definizione legale nell’ordinamento finanziario europeo(21) - occorrerà perlomeno e innanzitutto adottare un approccio analitico che distingua, caso per caso, tra le macrocategorie in cui oggi esse vengono generalmente classificate(22): “criptovalute monetarie” (o tokens “payment-type”), “utility tokens” e “security tokens” (o investment-type)(23). Da questo punto di vista, ove utilizzato in senso generico, assai più corretto risulta oggi l’utilizzo del termine “crypto-assets”, quale da ultimo utilizzato sia da EBA che da ESMA nei loro, già citati, recentissimi interventi in materia. In realtà poi, ogni analisi dovrebbe spingersi anche ben oltre, fino ad esaminare dettagliatamente il modello di business di volta in volta sottostante o intrinseco ad ogni “piattaforma” esaminata(24), risultando altrimenti

(21) Limitatamente all’ambito antiriciclaggio può segnalarsi come la Direttiva 2018/843 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 30 maggio 2018 che modifica la Direttiva sull’antiriciclaggio 2015/849/UE (da noi recepita col d.lgs. 90/2017) includa una definizione di “virtual currencies” quali “ “virtual currencies” means a digital representation of value that is not issued or guaranteed by a central bank or a public authority, is not necessarily attached to a legally established currency and does not possess a legal status of currency or money, but is accepted by natural or legal persons as a means of exchange and which can be transferred, stored and traded electronically” recepita nel citato decreto nei seguenti termini “valuta virtuale: la rappresentazione digitale di valore, non emessa da una banca centrale o da un’autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l’acquisto di beni e servizi e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente.”

(22) V. T. Euler, The token classification framework; a multi-dimensional tool for understanding and classifying crypto tokens, <http://www.untitled-inc.com>. Si veda, in senso sostanzialmente analogo, anche la tassonomia proposta da BCE, Virtual Currency Schemes – A Further Analysis, February 2015 e da ESMA, Advice on Initial Coin Offering and Crypto-Assets, 9 gennaio 2019, op.cit. par. 19.

(23) Rimandandosi a quanto si dirà più diffusamente al successivo par.3.

(24) “Hundreds of crypto-assets have been issued since Bitcoin was launched in 2009. There are more than 2,050 crypto-assets outstanding representing a total market capitalisation of around EUR 110bn as of end-December 2018 – down from a peak of over EUR 700bn in January 2018.9 Bitcoin represents just over half of the total reported value of market capitalisation, with the top five crypto-assets representing

del tutto velleitario - nella varietà dei modelli oggi osservabili, ciascuno dei quali può presentare profili regolatori del tutto peculiari - pretendere di sottoporre ad una valutazione unitaria il variegato fenomeno delle “criptovalute” in quanto tale.

Il nostro angolo visuale, qui dichiaratamente limitato, come detto, solo ad alcuni ambiti del diritto dei mercati finanziari, rende allora in questa sede superfluo dilungarsi sul profilo funzionale più classico delle criptovalute, quello di tipo “monetario”, limitandoci ad osservare che, anche in una prospettiva civilistica occorra partire dalla constatazione di come oggi il concetto stesso di “moneta” si sia dilatato e decomposto nel concetto più articolato di “sistema dei pagamenti”, attesa la residualità che oggi assume nella quotidianità del traffico giuridico la tradizione pecuniae, intesa classicamente come consegna fisica di moneta divisionaria o banconote (c.d. “contante”) al creditore da parte del debitore per liberarsi dall’obbligazione pecuniaria; tale modalità essendo oggi perlopiù e in via sempre crescente soppiantata da altri “strumenti di pagamento” tecnologicamente più avanzati ed essenzialmente smaterializzati o dematerializzati(25). Evidentemente il regime giuridico peculiare associato a quel “sistema”, similmente a quanto era tradizionalmente per la “moneta”, attiene pur sempre essenzialmente ai caratteri cruciali della irrifutabilità (c.d. corso forzoso) e della efficacia liberatoria (c.d. corso legale) del “pagamento” (legal tender o fiat money) che avvenga nel rispetto delle modalità e procedure di validazione del fenomeno di trasferimento di “valore” (di “fondi”) che esso garantisce, ove ciò avvenga attraverso gli intermediari abilitati ad operare in quel “sistema”. Ciò detto, allora, deve ritenersi che collocarsi al di fuori di esso, come l’autonomia privata può ben

around 75% of the reported market capitalisation”. Così’ può leggersi in ESMA, Advice on Initial Coin Offering and Crypto-Assets, 9 gennaio 2019, op.cit. par. 18.

(25) L’analisi della dimensione “monetaria” delle criptovalute dovrebbe essere accuratamente condotta, caso per caso, alla luce dei due sistemi normativi europei di riferimento: la Direttiva sugli istituti di moneta elettronica (Direttiva 2009/110/EC) e la Direttiva sui servizi di pagamento (Direttiva 2015/2366/EU), laddove una prima conclusione appare nel senso di una possibile, eventuale, loro riconduzione nell’ambito della “moneta elettronica”, dovendosi invece perlopiù escludere la loro riconducibilità alla nozione di “fondi”. Cfr. EBA Report, Report with Advice for the European Commission on crypto-assets, 9 gennaio 2019. Per un inquadramento dell’ambito normativo in questione, può rinviarsi a A. Antonucci, Mercati dei pagamenti: le dimensioni del digitale, in Riv. Dir. Banc., marzo 2018.

decidersi di fare(26), vorrebbe allora semplicemente dire entrare in un rapporto obbligatorio, ben lecito seppur atipico, non descrivibile e qualificabile dunque alla stregua della categoria giuridica dell’“obbligazione pecuniaria”, rendendosi conseguentemente inapplicabile la specifica disciplina approntata dall’Ordinamento per questa particolare tipologia di obbligazioni, pur continuando ad operare il generale regime giuridico delle obbligazioni contrattuali, in quanto applicabile(27) e in base a quella che risulti di volta in volta – in caso di internazionalità del fenomeno, come qui tipicamente può riscontrarsi – la legge applicabile(28).

(26) Forse col limite - ove questo risulti applicabile in base alle specifiche caratteristiche del modello di business adottato dalle “criptovalute” di volta in volta analizzabili – dell’art. 2004 c.c.

(27) Magari oggi assumendo particolare rilevanza la nascente categoria dei c.d. “smart contracts”, su cui rinviamo a L. Parola, P. Merati e G. Gavotti, op. cit..

(28) Con riguardo al diritto italiano, il fenomeno in esame potrebbe al più rilevare, nella prospettiva civilistica del nostro diritto delle obbligazioni, in relazione all’articolo 1278 c.c., limitatamente quindi al profilo della facoltà concessa al debitore di un “debito di somma di monete non aventi corso legale” di adempiere consegnando moneta legale. Evidentemente, ci si limita qui ad assumere, in una prospettiva “esterna”, la criptovaluta in termini di mera “moneta non avente corso legale nello Stato” - alla stregua allora di qualsiasi “valuta estera” - non parendoci a tal fine rilevante la natura “statale”, “sovrannazionale o “virtuale” che essa possa di volta in volta presentare. In particolare, ai fini dell’art. 1278 c.c. del tutto ininfluenti ci pare la questione della ricostruibilità della criptovaluta in questione in termini di vera e propria “moneta” - a seconda della tesi a cui si acceda, “statuale” o “sociale” – ovvero la verifica delle sue specifiche modalità di emissione, validazione, detenzione e circolazione, (in base, quindi, al suo proprio “sistema dei pagamenti” interno); l’elemento che semmai pare rilevare è quello dell’esistenza di un mercato (ufficiale?) che quoti un cambio delle criptovalute in questione con la moneta legale. Per un approccio analogo, nella giurisprudenza della Corte di Giustizia dell’Unione Europea v. C-264/14 Skatteverket v Hedqvist [2016] STC 372 e, nella giurisprudenza statunitense, Securities and Exchange Commission v Shavers (Case No 4:13-CV-416-RC-ALM, 6 agosto 2013), 1–3; United States v Ulbricht (Case No 1:14-CR-068-KBF, SDNY, 9 luglio 2014), 5 ai punti [47]–[50]; United States v Faiella (Case No 1:14-CR-243-JSR, SDNY, 8 agosto 2014), 2–3; e United States v Murgio (Case No 1:15-CR-769-AJN, SDNY, 19 settembre 2016). Di diverso avviso – nel senso di una non pacifica estensione analogica della disciplina civilistica, anche di quella di cui all’art. 1278 c.c. - parrebbe essere De Stasio, op. cit, in Banca, borsa, titoli di credito, n. 6/2018, p. 759.

2. *Le criptovalute come “strumenti finanziari”?*

Nel momento in cui anche le “criptovalute”, al pari di altre asset class, si pongono e si propongono vieppiù, oltre che come “moneta”, anche come occasione di “investimento”, in una fase storica che vede “i capitali” alla spasmodica ricerca di rendimenti che le asset class tradizionali difficilmente riescono a riconoscere, occorre considerare attentamente le interrelazioni che l’operatività che abbia quelle ad oggetto può determinare con il vigente ordinamento finanziario⁽²⁹⁾. Ci si muove qui su un terreno che può risultare “minato” in quanto presidiato da un articolato sistema di “riserve di attività” spesso penalmente presidiate.

Un primo ambito di disciplina che viene spesso accostato al fenomeno delle criptovalute appare quello dei servizi di investimento⁽³⁰⁾, e ciò in virtù di una eventuale qualificazione di quelle

(29) Potendosi rinviare per un inquadramento generale a AA.VV., L’ordinamento finanziario italiano (a cura di F. Capriglione), Padova 2005; M. Onado, Mercati e intermediari finanziari, economia e regolamentazione, Bologna, 2000e per una prospettiva europea a V. Santoro, Una nuova architettura europea di vigilanza finanziaria?, in Banca impresa società, 2, 2018, 193.

(30) Il tema della potenziale riconduzione – perlomeno in certi casi – delle “criptovalute” nell’ambito dei “servizi di investimento” è stato prospettato in via generale anche dalle Autorità di vigilanza sin dalle iniziali attenzioni che hanno riservato nel nascente fenomeno. Si vedano i documenti della Consob, Le criptovalute: che cosa sono e quali rischi si corrono; Rischi per i consumatori: valute virtuali e criptovalute, entrambi reperibili sul sito dell’Autorità. Anche la Banca d’Italia, nella nota Avvertenza sull’utilizzo delle cosiddette “valute virtuali” del 30.1.2015 osservava, per quanto in via generale e “prudenzialmente” come “In Italia, l’acquisto, l’utilizzo e l’accettazione in pagamento delle valute virtuali debbono allo stato ritenersi attività lecite; le parti sono libere di obbligarsi a corrispondere somme anche non espresse in valute aventi corso legale. Si richiama tuttavia l’attenzione sul fatto che le attività di emissione di valuta virtuale, conversione di moneta legale in valute virtuali e viceversa e gestione dei relativi schemi operativi potrebbero invece concretizzare, nell’ordinamento nazionale, la violazione di disposizioni normative, penalmente sanzionate, che riservano l’esercizio della relativa attività ai soli soggetti legittimati (artt. 130, 131 TUB per l’attività bancaria e l’attività di raccolta del risparmio; art. 131 ter TUB per la prestazione di servizi di pagamento; art. 166 TUF, per la prestazione di servizi di investimento)”.

in termini di “strumenti finanziari”(31) o nella versione anglosassone di financial instruments (o spesso, solamente securities(32)).

Occorre dunque interrogarsi se e in che limiti, lo svolgimento di una serie di atti giuridici o di “attività” (acquisto, vendita, intermediazione, gestione o consulenza) che abbiano ad oggetto criptovalute - specie ove risultino caratterizzate da una motivazione latamente “finanziaria” e che siano quindi funzionali ad operazioni di natura “speculativa”, pur nella difficoltà di riconoscerne esternamente i tratti, spesso confinati nelle imperscrutabili determinazioni psicologiche dell’agente – possano o debbano essere valutati nell’ambito della disciplina dei c.d. “servizi di investimento”; e se quell’attività debba allora attenersi scrupolosamente alla disciplina che li regola. In particolare, il problema pare oggi porsi con particolare urgenza in relazione al caso di

(31) Si noti come anche la recente sentenza di Verona (cfr. Tribunale di Verona, 24 gennaio 2017, n. 195, commentata da M. Passaretta, “Bitcoin: il leading case italiano”, in Banca Borsa Titoli di Credito, fasc. 4, 2014, p. 471 e da C. Tatzzi, “Bitcoin: natura giuridica e disciplina applicabile al contratto di cambio in valuta avente corso legale”, in Ridare.it, 9 agosto 2017) che per prima si è occupata di bitcoin e che qualifica frettolosamente il fenomeno in termini di “strumento finanziario”. Deve infine citarsi il primo sequestro, per “abusivismo finanziario”, di un sito di trading on line di criptovalute disposto to dal GIP di Roma nella primavera scorsa (sito Cripto.trade).

(32) Termine che parrebbe talora usato in un’accezione più ampia di quella tecnica emergente dalla normativa comunitaria e tale, dunque, da poter ricomprendere ciò che da noi pare talora riconducibile alla nostrana, più ampia, categoria tecnica di “prodotto finanziario”, piuttosto che a quella più circoscritta di “strumento finanziario”, ovvero di “valore mobiliare”, analogamente a quanto può riscontrarsi nel Regno Unito con riferimento al concetto di “specified investments” recepito nel Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001 (SI 2001/544) (RAO); concetto quest’ultimo sicuramente più ampio di quello di “financial instruments” recepito dalle Direttive MIFID. Sulla nozione di strumento finanziario nel nostro ordinamento, cfr. F. Annunziata, La disciplina del mercato mobiliare, Torino, 2014, p. 81 ss., in particolare 84-86; R. Costi e L. Enriques, Il mercato mobiliare, in Trattato Cottino, VIII, Padova, 2004, p. 1-2 e 39 ss; L. Gaffuri, I servizi e le attività di investimento. Disciplina e aspetti operativi, Milano, 2010, p. 9 ss. Può poi rinviarsi alla risalente Comunicazione Consob del 16 marzo 1999 n. 99018236. In ambito europeo cfr. N. Moloney, How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK, Cambridge, 2010, 202; G. Castellano, Towards a General Framework for a Common Definition of “Securities”: Financial Markets Regulation in Multilingual Contexts, in Uniform Law Review, 2012, 17, 3, p. 449; E. Guttman, Investment Securities Law: New Federal and State Developments and Their Effect on Article 8, in UCC Law J., 1991, p. 307.

acquisto, vendita, offerta al pubblico o intermediazione di criptovaluta per mezzo di “piattaforme digitali” operanti sul web a cui accedono direttamente gli utenti(33).

L’ambito normativo specifico che occorre qui indagare è dunque costituito dal Titolo II della Parte II del TUF, “Servizi e attività di investimento” e dalle connesse disposizioni di cui al Regolamento Intermediari(34).

Il TUF, come noto, ha introdotto nell’Ordinamento una definizione chiusa di “servizi e attività di investimento” elaborata sulla base della direttiva 93/22/CEE; ai sensi dell’art. 1, comma 5, TUF (limitandoci qui a quelle che più possono rilevare ai fini della nostra analisi) si individuano le seguenti attività: “a) negoziazione per conto proprio; b) esecuzione ordini per conto dei clienti;(…); e) ricezione e trasmissione di ordini(35) ...”.

Da questa prima analisi, potrebbe allora effettivamente osservarsi una piena conformità delle attività che hanno luogo sempre più frequentemente sulle piattaforme di “negoziazione” di criptovalute, con le condotte classicamente considerate nella definizione dei citati tipici “servizi di investimento”; ed in particolare, appunto, negoziazione e “mediazione”. Come anticipato, tali attività e servizi risulteranno però sottoposti alla disciplina dei “servizi di investimento” solo nel caso in cui, sotto un profilo oggettivo - ai sensi dell’art. 1, comma 5, TUF – “abbiano ad oggetto strumenti finanziari”; “strumenti finanziari” come

(33) In virtù della natura polverizzata (“collettiva”) della “raccolta” di “risparmio” convogliato poi come “conferimento in” o “finanziamento di” iniziative di varia natura che, a loro volta, possono apparire “polverizzate” e che – a seconda del modello di business variamente osservabile sulle piattaforme, potrebbe giustificare una assimilazione del fenomeno qui in esame a quello dell’equity-based o investment-based crowdfunding e, talora, anche a quello del lending-based crowdfunding – non può escludersi altresì l’accostamento di taluni modelli operativi e di business del a quello della “gestione collettiva del risparmio”, chiamandosi allora in causa la disciplina applicabile oggi ai FIA, come oggi disciplinati dal TUF, a seguito del recepimento della direttiva AIFM n. 2011/61/EU. In tal senso v. anche ESMA, Advice on Initial Coin Offering and Crypto-Assets, 9 gennaio 2019, op. cit., par. 166.

(34) Regolamento adottato con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018.

(35) Ai sensi dell’art. 1, comma 5- sexies, TUF per “ricezione e trasmissione ordini” si intende l’attività “consistente nel mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un’operazione fra loro (mediazione)”.

definiti dall'art. 1, comma 2, TUF, che rinvia alla Sezione C dell'Allegato I. Ed è su questa nozione che occorre allora soffermarsi.

Come risulta evidente dall'esame del ricco novero di ciò che oggi deve ritenersi "strumento finanziario" nel nostro Ordinamento, le criptovalute non paiono essere esplicitamente considerate dalla, o riconducibili alla, categoria giuridica in questione⁽³⁶⁾; potrebbe anzi a tal fine sottolinearsi l'esplicita esclusione per gli "strumenti di pagamento", che non costituiscono "strumenti finanziari", come chiarito dallo stesso art. 1, comma 2, TUF, esclusione evidentemente giustificata dal fatto che per i primi esiste già uno specifico corpus normativo ad hoc che ne disciplina la riserva di accesso al mercato e le peculiari regole comportamentali e organizzative. E tuttavia, seppur si possa convenire nell'escludere la riconducibilità delle criptovalute - anche di quelle di tipo strettamente "monetario" - nell'ambito della fattispecie degli "strumenti di pagamento", ciò non può però valere⁽³⁷⁾ a riaprire automaticamente⁽³⁸⁾ ad esse la porta di accesso a quella che è oggi una categoria giuridica normativamente ben definita sia nell'ordinamento nazionale che in quello europeo da cui promana⁽³⁹⁾.

Parrebbe⁽⁴⁰⁾ allora di doversi concludere nel senso che, ad oggi e salvo quanto diremo in appresso al successivo paragrafo con specifico

(36) Categoria "puntuale" che pur appare passibile di "evoluzione" normativa, ad opera del MEF (sentita Consob e Banca d'Italia), al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e degli orientamenti europei, come previsto nell'art. 18.5 del TUF.

(37) Come pare di ritenere E. Girino, op. cit.

(38) Diverso il caso in cui la valuta o anche criptovaluta sia il sottostante di "contratti finanziari differenziali", che costituiscono sicuramente "strumenti finanziari" come oggi ben chiarito nella Sezione C dell'Allegato I del TUF al punto (9).

(39) Cfr. la Direttiva n. 2004/39/CE (c.d. MIFID) e successivamente la Direttiva 2014/65/UE (MIFID II).

(40) Il condizionale è oggi imposto dalla non sempre immediata ricostruibilità dell'orientamento sin qui adottato dalla Consob; in un recente caso (COINOA del marzo 2018) la Commissione ha infatti ritenuto che l'attività svolta da un sito di trading di bitcoin sul Forex fosse assimilabile tout court alla prestazione di "servizi di investimento" aventi ad oggetto "strumenti finanziari", riproducendo un precedente orientamento del luglio 2017 nel caso SWISSCI, ove però la conclusione pareva giustificata dalla circostanza che la piattaforma in questione consentiva l'investimento in "valuta, materie prime, indici e CFD", e quindi in una serie di asset, alcuni dei quali sicuramente riconducibili a "strumenti finanziari". Probabilmente, anche nel

riguardo ai security tokens, l'attività di negoziazione o di intermediazione in "criptovalute" – anche laddove la determinazione dell'"utente" di acquistare una data criptovaluta di tipo "monetario" o "utility" - risultasse guidata esclusivamente ed esplicitamente da motivazioni di natura finanziaria, di "investimento", "speculative" – non violi, di per sé, alcuna riserva di attività, potendo esser svolta al di fuori di quelle che sono le norme comportamentali (MIFID) previste per il caso in cui quella attività avesse invece ad oggetto "strumenti finanziari"(41). Non pare dunque condivisibile l'impostazione che

primo caso – seppur gli elementi desumibili dalla Delibera 20346/18 non aiutino granché l'interprete – l'oggetto di investimento non poteva ritenersi individuabili nella mera criptovaluta (conformemente al risalente orientamento in base al quale la mera "valuta" è stata sin qui tradizionalmente esclusa dal novero degli strumenti finanziari; v. già Consob, Comunicazione del 23. 9. 1996) ma in "contratti differenziali" come infatti tipicamente avviene sul mercato "Forex" (su cui v. Consob, Comunicazione a tutela dei risparmiatori sui rischi legati a investimenti in CFD e opzioni binarie, nonché la sezione dedicata a Cfd, forex e opzioni binarie sul sito Consob dedicato agli "abusivismi finanziari"). In definitiva quindi i "prodotti" considerati in entrambi i casi risultano riconducibili alla categoria degli "strumenti finanziari" sub specie di "contratti differenziali", espressamente considerati nella Sezione C dell'Allegato I del TUF al punto (9). E tale conclusione pare altresì confermata nella Delibera Consob n. 20381 del 13 aprile 2018, in relazione al caso ROYALCRIPTO, riguardante infatti "contratti aventi ad oggetto – inter alia - criptovalute". In tal senso si veda anche la recente Consultazione avviata da Consob il 7 gennaio 2019 in materia di "Adozione di misure di intervento da parte della Consob sull'offerta agli investitori al dettaglio di opzioni binarie e contratti per differenza". I casi successivamente analizzati dalla Consob paiono diversi, (così i recentissimi casi di TOGACOIN e CRYPTON), risultando qui piuttosto applicabile la categoria del "prodotto finanziario". In questi casi la Consob è intervenuta a censurare il (solo) profilo dell'"offerta al pubblico" in violazione alla disciplina informativa del prospetto ((art. 94 TUF), probabilmente perché la valutazione dell'Autorità non ha potuto, nei casi esaminati, estendersi oltre la fase preliminare dell'offerta (o ancor meglio della "comunicazione" di essa al pubblico), avendo il meritorio, tempestivo, intervento dell'autorità di vigilanza evitato che si determinassero in quei casi, i presupposti per valutare e censurare altri delicati profili che ben potrebbero porsi; quelli cioè attinenti alla riserva e alle modalità di quell'offerta che, ragionevolmente avrebbe potuto comportare l'applicazione della disciplina dell'"offerta e collocamento a distanza di prodotti finanziari". Per un più esatto riferimento ai provvedimenti Consob citati sopra si rinvia alla nota 3.

(41) Nel senso della non riconducibilità delle "criptovalute" nell'ambito degli "strumenti finanziari" v. R. Bocchini, op. cit.; N. Vardi, op. cit.; P. Iemma e N. Cuppini, op. cit. e, parrebbe anche N. Vardi, op.cit., sebbene l'Autore parli genericamente di "strumenti di investimento".

ritiene – peraltro dopo aver ricondotto le criptovalute indistintamente intese⁽⁴²⁾ nell’ambito della (pur assai ampiamente ricostruita) nozione di “prodotto finanziario” - applicabile tout court la disciplina dei “servizi di investimento”, arrivando quindi ad assimilare il servizio prestato dalle piattaforme di negoziazione di criptovalute al servizio di negoziazione “per conto proprio” o “per conto dei clienti” in strumenti finanziari⁽⁴³⁾.

Né le conclusioni sopra raggiunte parrebbero cambiare, laddove la piattaforma di negoziazione in questione abbia indotto il cliente all’acquisto, convincendolo della bontà finanziaria dell’investimento, limitandosi a rappresentargli (purché senza arrivare a promettergli o, tanto meno, a garantirgli) la performance registrata dalla criptovaluta stessa, in un determinato intervallo temporale, magari comparandola ad altri indicatori, quali andamento del tasso di inflazione, dell’oro, etc⁽⁴⁴⁾.

Estrema cautela dovrà comunque adottarsi nella comunicazione e nelle modalità di offerta delle criptovalute con “finalità di investimento”; ci si dovrà infatti e comunque attenere a rigidi criteri di correttezza, in maniera tale che la condotta tenuta non possa risultare ingannevole e omissiva e/o non si incorra in pratiche commerciali scorrette o in altre violazioni del Codice del Consumo, come rilevato recentemente dall’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato in relazione al caso della vendita di diamanti con finalità di investimento tramite canali bancari⁽⁴⁵⁾ e ribadito nella recente e già citata sentenza del Tribunale di Verona nel “primo leading case italiano” avente ad

(42) E cioè le “criptovalute” in senso stretto – caratterizzate cioè da una funzione “monetaria” – e non, quindi, quella particolare tipologia riconducibile ai security tokens, su cui ci soffermeremo in appresso al par. 3.

(43) In tal senso si esprime convintamente Girino, op. cit., par. 8., assimilando però discutibilmente la disciplina applicabile a “strumenti finanziari” e a “prodotti finanziari”.

(44) Tale è la conclusione cui giunge la Consob nel valutare quali debbano ritenersi gli indici che individuano un “prodotto finanziario” (v. più nel dettaglio il seguente paragrafo 5.; conclusione che allora può ben applicarsi, e maggior ragione, nella individuazione dei “servizi di investimento” che abbiano ad oggetto “strumenti finanziari”. V. Consob, Comunicazione n. DTC/13038246 del 6-5-2013.

(45) Si vedano i due noti provvedimenti PS10677 e PS10678 del settembre 2017.

oggetto criptovalute(46), con particolare riguardo alla “commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori”.

Le considerazioni di cui sopra si riferiscono all’attuale quadro normativo, dovendosi tuttavia segnalare come la corretta qualificazione delle valute virtuali sia oggi all’attenzione di tutti i Regulators, impegnati ancora nella chiara definizione del fenomeno e nella individuazione della disciplina ad esso più congeniale, in tal senso potendosi già riscontrare iniziative normative anche a livello europeo(47). Da questo punto di vista appare utile soffermarsi a considerare la circostanza, osservabile oggi nella realtà operativa delle criptovalute, che la stragrande maggioranza delle (sedicenti) transazioni che avrebbero quelle ad oggetto, in realtà le hanno ad oggetto (forse) in via solo indiretta(48). L’accesso diretto al protocollo bitcoin tramite la tecnologia blockchain ad esempio, (per effetto dell’attività di “estrazione”, mining) risulta oggi per complessità, tempo, costi e rischi, attività rimessa ad una platea assai limitata di operatori dotati delle

(46) V. Sopra nota 31.

(47) Il non facile compito “qualificatorio” che si trovano a dover affrontare legislatori, regolatori e policy makers pare correttamente impostato nell’ art. 5bis della Proposta di Direttiva di modifica della Direttiva 2014/65/UE (COM(2018)0099)- C8-0102/2018- 2018/0047(COD)). Per una approfondita impostazione di tale problematica in ottica comparatistica, rinviamo ancora a ESMA, Advice on Initial Coin Offering and Crypto-Assets, 9 gennaio 2019, op.cit.

(48)In base alle più autorevoli fonti oggi reperibili, a cui rimandiamo, si individuano solo in una porzione residuale le operazioni che abbiano genuinamente e direttamente ad oggetto bitcoins: cfr. M. Summerville, Crypto Trading: Platforms Target Institutional Market’ (TABB Group, 5 aprile 2018) reperibile in <https://research.tabbgroup.com/report/v16-013-crypto-trading-platforms-target-institutional-market/>; T. Demeester, Bitcoin: digital gold or digital cash? Both’ (Medium, 15 gennaio 2017) reperibile in <https://medium.com/@tuurdemeester/bitcoin-digital-gold-or-digital-cash-both-382a346e6c79>; R. Anderson, I. Shumailov, M. Ahmed and A. Rietmann, Bitcoin Redux (Cambridge University, Computer Laboratory, 28 maggio 2018), 15 reperibile in https://weis2018.econinfosec.org/wp-content/uploads/sites/5/2018/05/WEIS_2018_paper_38.pdf. Sulle dimensioni del mercato v. Bitcoin whales"‘ control third of market with \$37.5bn holdings (Financial Times, 9 giugno 2018) reperibile in <https://www.ft.com/content/c4b68aec-6b26-11e8-8cf3-0c230fa67aec> e A. Stanley, Uncharted Bitcoin OTC Markets Gear Up For Institutional Inflows (Forbes, 23 ottobre 2018) reperibile in <https://www.forbes.com/sites/astanley/2018/10/23/uncharted-bitcoin-otc-markets-gear-up-for-institutional-inflows/#1ecbd4f57bac>.

necessarie conoscenze, infrastrutture e risorse; la stragrande maggioranza delle transazioni che oggi avvengono sul mercato hanno in realtà (e nei migliore dei casi) ad oggetto non bitcoin direttamente, ma solo “indirettamente” e, attraverso servizi di negoziazione “over the counter” e “deposito e custodia” (tramite digital wallet ovvero online hosted wallets riferibili al singolo “cliente”, ovvero in regime di confusione con altre posizioni), prestati da intermediari (“piattaforme” o exchange) più o meno improvvisati(49). E ciò, non diversamente per quanto avviene oggi con riguardo alla stragrande maggioranza di operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari dematerializzati emessi da emittenti che aderiscono a sistemi di gestione e negoziazione accentrata e/o a connessi sistemi di clearing e netting, laddove la stessa dimensione ontologica dello “strumento” finisce per confondersi fino a coincidere con l’insieme delle relazioni giuridiche (di natura essenzialmente negoziale) intercorrenti tra emittente, gestore del sistema centralizzato e aderenti. Il mito anarcoide di una “moneta” virtuale totalmente disintermediata e svincolata dal “signoraggio” imposto da autorità monetarie e da intermediari (bancari) sembra rivelarsi, nella realtà, poco più di una leggenda metropolitana, reincarnandosi, nella diffusa inconsapevolezza dei più, in consolidate logiche di intermediazione che fruttano ovviamente lucrosi margini a chi le gestisce(50), sottraendosi però a qualsiasi forma di controllo volta

(49) Il fenomeno si presenta quindi oggi come essenzialmente “an entirely self-referential and self-reproducing secondary market phenomenon”, così T.S. Omarova, *New Tech v. New Deal: Fintech As A Systemic Phenomenon* (Cornell University, Cornell Legal Studies Research Paper no. 18-39, 2018), 42 reperibile in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3224393. Si osservi come “Crypto-assets may be traded or exchanged for fiat currencies or other crypto-assets after issuance on specialised trading platforms. Estimates suggest that there are more than 200 trading platforms operating globally, although a handful concentrate most of the flows.^{21,22} The largest platforms are currently located outside of the EU, in Asia or in the United States. Only between a fourth and a third of those crypto-assets issued through ICOs are being traded. The daily trading volumes are in the range of USD 10-15bn, down from a peak of around USD 70bn in January of 2018.²⁶ These figures need to be taken with caution though as a number of platforms seemingly inflate the volumes that they trade. Also, while there are over 2,050 crypto-assets, most trading happens in Bitcoin, followed by Tether and Ether”, così può leggersi in, ESMA, *Advice on Initial Coin Offering and Crypto-Assets*, 9 gennaio 2019, op. cit., par. 35.

(50) “Trading platforms earn revenues from listing, trading and sometimes safekeeping fees. Listing fees on crypto-asset trading platforms can be significant and

a garantire la loro affidabilità e sicurezza. Ne consegue, ancora una volta, che – per lo meno nella prospettiva regolamentare da noi qui adottata – potrebbe risultare secondario un approccio analitico di tipo “interno”, volto a definire la natura giuridica del “bene”, “valuta virtuale” (ad es. il bitcoin) per poi individuarne le regole di “primaria” accumulazione, custodia e circolazione; oggi le primarie e più urgenti istanze di tutela dei “risparmiatori” dovrebbero piuttosto appuntarsi nella regolamentazione degli “intermediari” che offrono sul mercato servizi di “negoziazione” e “deposito” delle “criptovalute”, da questo punto di vista potendosi anche prescindere (per certi versi e in una prima fase) da quella che rimane la complessa, mutevole e aperta questione della natura giuridica del fenomeno sottostante e della sua regolamentazione giuridica “primaria”, per concentrarsi invece, in una prospettiva rivolta alla dimensione “esterna” del fenomeno, sull’imposizione ad essi (e ribaltamento su essi) di consolidate regole comportamentali e presidi organizzativi (in primis, le regole di detenzione e segregazione patrimoniale delle “posizioni” dei clienti nelle sottostanti criptovalute, che estendano quindi le attuali tutele esistenti nell’ambito della disciplina dell’intermediazione mobiliare o dell’attività bancaria, rispetto al rischio di insolvenza dell’intermediario, ovvero le basilari regole comportamentali di “investor and consumer protection”, o quelle in materia di conflitti di interessi e di “resilienza cibernetica”(51)). Da questo punto di vista allora, de jure condendo, l’approccio regolamentare regolamentare che potrebbe da subito risultare opportuno – superandosi la fase di “wait and see” che ha sin qui prudentemente caratterizzato l’atteggiamento dei regolatori – potrebbe individuarsi in quello di estendere al fenomeno in esame (in tutto o in parte) il regime di riserva e le connesse fondamentali prescrizioni comportamentali e organizzative oggi applicabili ai “servizi di investimento” ovvero ai “servizi di pagamento”, mutatis mutandis, in capo a chiunque offra oggi sul mercato analoghi attività e servizi che abbiano le “criptovalute” ad

range from USD 50,000 to USD 1,000,000”, così può leggersi in, ESMA, Advice on Initial Coin Offering and Crypto-Assets, 9 gennaio 2019 cit., par. 37. Con riferimento al ruolo svolto dagli intermediari, v. M. Bellino, I rischi legati all’ecosistema Bitcoin: I nuovi intermediari, in Riv. dir. banc., aprile 2018.

(51) Su cui può rinviarsi a G.L. Greco e F. Bonardi, La “resilienza cibernetica”, delle infrastrutture del mercato finanziario, in Diritto Bancario, 14 gennaio 2019.

oggetto. Certo, ciò non esimerà i Policy Makers dal doversi confrontare con la disciplina giuridica, in primis in una ottica civilistica, del peculiare “sottostante” e dalla messa a punto di un corpus di regole volte a disciplinare l’“emissione”, il regime giuridico di proprietà, possesso e detenzione, e le regole di circolazione; è infatti evidente che le stesse regole comportamentali e presidi organizzativi a cui dovranno ritenersi tenuti gli emittenti o gli “intermediari”, dovranno essere di volta in volta essere adattati alle risultanze dell’analisi giuridica della sottostante “criptovaluta”, potendo variare a seconda della circostanza che essa risulti, di volta in volta e caso per caso, descrivibile come “piattaforma centralizzata” (il che darà luogo a transazioni “on-chain” rispetto al circuito DLT), ovvero come “piattaforma decentralizzata” (il che darà luogo, invece, a transazioni “on-chain” rispetto al circuito DLT); del fatto che essa fornisca servizi di tipo brokers/dealers, ovvero sia descrivibile in termini di “sistema multilaterale di negoziazione”; a seconda che essa fornisca servizi di “custodia” attraverso e-wallets, ovvero che li affidi a soggetti esterni (c.d. wallet providers); in virtù del modello “circolatorio” negozialmente adottato sulla piattaforma di volta in volta in questione, con riguardo alle posizioni di natura dominicale ovvero obbligatoria su di essa osservabile. Evidentemente la tipologia dei rischi (in primis quelli di controparte) per gli investitori e le conseguenti esigenze regolatorie varieranno da caso a caso in base a quella realtà sottostante.

3. *Le criptovalute come “valori mobiliari”?*

Un approccio analitico certamente diverso potrebbe richiedere il caso particolare di quelle criptovalute riconducibili - con riguardo al loro sottostante o intrinseco modello di business e alle finalità della “raccolta” svolta dalla/sulla piattaforma, più che alla criptovaluta oggettivamente intesa - alla fattispecie nota, nella tassonomia tecnica oggi per lo più accettata, come “security tokens”(52); posto che qui

(52) Che tende oggi a distinguere tra criptovalute (in senso stretto, con funzione “monetaria”), utility tokens e security tokens: V. T. Euler, *The token classification framework; a multi-dimensional tool for understanding and classifying crypto tokens*, op.cit, in cui i security tokens appaiono riconducibili ai “valori mobiliari” nostrani.; cfr. Iemma e Cuppini, op cit, i quali definiscono il security tokens come quella tipologia di “criptovalute” rappresentativa “di diritti economici legati all’andamento

dell’iniziativa imprenditoriale (ad esempio, il diritto di partecipare alla distribuzione dei futuri dividendi) e/o di diritti amministrativi (ad esempio, diritti di voto su alcune materie”); in argomento si veda anche R. Bocchini, op cit. Per una tassonomia delle criptovalute di tipo “monetario”, si veda BCE, Virtual Currency Schemes – A Further Analysis, op. cit.;. A livello internazionale, sono ormai molte le autorità di vigilanza che, al ricorrere di certe circostanze hanno ritenuto potenzialmente riconducibili le “criptovalute” nell’ambito delle “securities”: inter alia, si veda l’approccio assunto dalla SEC, in base al quale solo in certi casi, le “criptovalute” (o i tokens) possono essere assimilati a “securities”, termine qui usato in senso ampio tale da poter ricomprendere ciò che da noi pare normalmente riconducibile alla categoria del “prodotto finanziario”, più che a quella dello “strumento finanziario”, ovvero del “valore mobiliare”; v. US SEC, Investor Bulletin: initial coin offerings, 25 luglio 2017, reperibile in https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_coinofferings, e successivamente il Warning del marzo 2018 in materia di ICOs. Lo stesso approccio “a geometria variabile” pare adottato dalle autorità di vigilanza britanniche: v. Financial Conduct Authority (FCA), Initial Coin Offerings, 12 settembre 2017, in: <https://www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings>, nonché la recentissima consultazione avviata il 23 gennaio 2019 sul documento CP19/3: Guidance on Cryptoassets su cui, per un primo commento, può rinviarsi a D. Di Maio, La Guidance sui cryptoassets della FCA: riflessioni sull’evoluzione del quadro regolamentare, in *Diritto Bancario*, 6 febbraio, 2019. Cfr. inoltre la posizione assunta dall’autorità di vigilanza canadese nel documento CSA Staff Notice 46-307, Cryptocurrency Offerings del 24 agosto, 2017; l’autorità australiana nella nota Initial coin offerings, Information Sheet” (INFO 225) del maggio 2018; l’autorità di Hong Kong, Securities and future Commission con lo Statement on initial Coin Offerings del 5 settembre 2017; l’autorità svizzera FINMA, nelle linee guida 4/2017 del 29 settembre 2017 e del 16.02.2018; l’autorità giapponese FSA warning del 27 ottobre 2017; nonché la European Securities and Markets Authority (ESMA) con i comunicati emessi in data 13 novembre 2017 e, da ultimo con l’Advice on Initial Coin Offering and Crypto-Assets, op. cit., parr. 76 ss e Annex 1. La delicata qualificazione e perimetrazione concettuale delle “criptovalute” pare correttamente accolta nella “Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari” (COM (2018)0099 – C8-0102/2018 – 2018/0047(COD)); laddove all’art. 5 bis può leggersi come “Le valute virtuali sono utilizzate dagli investitori al dettaglio in sostituzione di altre attività. A differenza di altri strumenti finanziari, le valute virtuali sono attualmente in gran parte non regolamentate. Di conseguenza, i mercati delle valute virtuali mancano di trasparenza, possono essere soggetti ad abusi di mercato e soffrono della mancanza di una protezione di base per gli investitori. La Commissione dovrebbe tenere sotto controllo le valute virtuali e proporre orientamenti chiari che definiscano le condizioni alle quali esse potrebbero essere classificate come strumenti finanziari e, se necessario, aggiungere le valute virtuali all’elenco degli strumenti finanziari come nuova categoria. Se giunge alla conclusione che è opportuno regolamentare le valute

potrebbe assumere certamente rilevanza la nozione di “strumenti finanziari”, in particolare di quel suo sottoinsieme “aperto” di cui alla nozione normativa di “valori mobiliari”(53) ex art. 1 bis del TUF, laddove sia riscontrabile, inter alia, il tratto della “negoziabilità”(54). In particolare pare assumere oggi particolare rilievo il fenomeno delle c.d. ICOs, (initial coin offers), e ancor più delle c.d. STOs (Security Tokens Offerings) (55) – che nella fattispecie sarebbero allora per molti versi

virtuali, la Commissione dovrebbe presentare al Parlamento europeo e al Consiglio una proposta al riguardo”.

(53) Per una evoluzione storica della categoria dogmatica in questione può rinviarsi a: A. Riera, *I Valori mobiliari*, Roma, 1926; G. Visentini, *I valori mobiliari*, in *Tratt. Rescigno*, XVI, Torino, 1985; F. Carbonetti, *Che cos'è un valore mobiliare?*, in *Giur. Comm.*, 1989, I, 280; G. Ferrarini, *I nuovi confini del valore mobiliare*, in *Giur. Comm.*, 1989, I, p. 741; C. Rabitti Bedogni, *Valore mobiliare e investment contract*, in *Contratto e Impresa*, 1992, p. 107; E. Righini, *I valori mobiliari*, Milano, 1993; A. Serra, *I valori mobiliari*, in *Enc. Dir.*, XLVI, Milano, 1993; L. Salomone, *Unità e molteplicità della nozione di valore mobiliare*, Milano, 1995; M. Avagliano, *Valori mobiliari e strumenti finanziari*, in *Il diritto. Enciclopedia giuridica del Sole 24 Ore*, 16, Milano, 2008, p. 453; P. Spada, *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *Scritti in memoria di Vittorio Sgroi*, Milano, 2008, p. 633 ss; G. La Rocca, *Autonomia privata e mercato dei capitali. La nozione civilistica di “strumento finanziario”*, Torino, 2009; A. Niutta, *Prodotti, strumenti finanziari e i valori mobiliari nel t.u.f. aggiornato in base alla MIFID (con il d.lgs. n. 164/2007)*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2009, I, p. 807 ss.; M. Onza, L. Salomone, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca Borsa e Titoli*, 2009, 567; N. Salanitro, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, in *Banca Borsa e Titoli*, 2009, p. 1 ss.; V. Chionna, *Strumenti finanziari e prodotti finanziari*, in *Banca Borsa e Titoli*, 2011, 1, p. 86; M. Frattini, *Commento all'art. 1, commi 1 e 2 TUF*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Frattini e G. Gasparri, artt. 1-90 – tomo I, Torino, 2012, p. 26 ss.

(54) Da intendersi, come noto, in senso lato, non riferita cioè alla esistenza di un “mercato regolamentato”; in tal senso, per tutti, v. F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, op.cit, p. 85. A tal riguardo potrebbe talora ritenersi applicabile – mutatis mutandis – la disciplina dei “prodotti finanziari illiquidi” (dove il termine “prodotto” pare usato in senso a-tecnico, avendosi in essa piuttosto riguardo a “strumenti finanziari” – di cui alla Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009, Livello 3 – Regolamento Intermediari. Lo stesso approccio appare accolto nel recentissimo ESMA, *Advice on Initial Coin Offering and Crypto-Assets*, 9 gennaio 2019, op.cit.

(55) In relazione alla possibile riconduzione delle ICOs (e ancor più, di quella particolare forma che sono le STOs , Security Tokens Offerings) nell'ambito della disciplina del collocamento di valori mobiliari, cfr. Financial Conduct Authority(FCA), *Initial Coin Offerings*, 12 settembre 2017, disponibile sul sito istituzionale dell'Autorità: <https://www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings>

assimilabili a vere e proprie IPOs(56) - consistenti nelle peculiari modalità con cui sulle piattaforme informatiche avviene l'offerta, o latamente la "vendita" di criptovalute(57).

Da tutto quanto sopra, ne conseguirebbe allora l'applicabilità della disciplina MIFID e, quindi, potenzialmente, quella inerente ai molteplici "servizi di investimento" che - a seconda dello specifico modello operativo e di business adottato dalla piattaforma di volta in volta in esame - potrebbero andare dalla negoziazione "in proprio" o "conto clienti", alla "mediazione" di ordini, ovvero al collocamento, e financo alla gestione (individuale o collettiva). Deve però qui ribadirsi come - in relazione ai peculiari modelli di business che fossero osservabili sulle piattaforme che "emettono"/"negozano" "security tokens", in virtù di quel fenomeno di confusione/sovrapposizione di ruoli e funzioni che, in modo del tutto peculiare, caratterizza il modello collaborativo-collettivo-diffuso - potrebbe non risultare spesso facile e immediato identificare gli stessi ruoli di "investitore", "collocatore", "intermediario" ma anche di "emittente"(58).

Non è infatti affatto da escludere che nell'ambito delle ICOs, (initial coin offers) o di quella particolare forma che sono le STOs (Security Tokens Offerings) - in virtù del modello operativo adottato - la stessa piattaforma sia essa stessa da considerarsi in veste di "emittente"/"offerente", ovvero possa assumere il ruolo di

offerings, nonché, ESMA alerts firms involved in Initial Coin Offerings (ICOs) to the need to meet relevant regulatory requirements, 13 novembre 2017, ESMA50-157-828, reperibile in <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-highlights-ico-risks-investors-and-firms>. La Francia si pone all'avanguardia nella disciplina del fenomeno delle ICOs, grazie all'art 26 del "Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises (PACTE)," approvato lo scorso 12 settembre, 2018, che prevede un regime autorizzativo sottoposto al controllo dell'Authorité des Marchés Financiers (AMF).

(56) Il tema è stato affrontato dalla Consob in più occasioni. Si vedano i documenti *Le criptovalute: che cosa sono e quali rischi si corrono* e *Rischi per i consumatori: valute virtuali e criptovalute*, entrambi reperibili sul sito dell'Autorità.

(57) V. P. Iemma e N. Cuppini, op.cit.

(58) Occorrerebbe peraltro interrogarsi ulteriormente sulla possibilità che, sotto un profilo soggettivo, una "piattaforma" possa ritenersi un "emittente", dovendosi allora necessariamente individuare il "soggetto" a cui essa possa essere a tal fine ricondotta, alla luce della nostrana disciplina della "raccolta del risparmio" e della nozione di "emittente" accolta nella Direttiva MIFID (art. 2.2) e nella Direttiva Prospetto (art. (1) h.).

“manufacturer” ai sensi della Direttiva n. 2014/65/UE (MIFID II) e del Regolamento 1286/14 (PRIIPs). In tale evenienza, pur non ponendosi allora un problema di “collocamento” - vista l’identità soggettiva emittente-offerente-collocatore - potrebbe però ragionevolmente risultare comunque applicabile la disciplina della promozione e collocamento a distanza ex art. 32 TUF (e artt. 125 e ss. del Regolamento Intermediari), applicandosi così alla piattaforma sia la disciplina della riserva operativa che quella comportamentale ivi prevista e su cui ci soffermeremo più in dettaglio nel prosieguo. Ancora, occorrerebbe interrogarsi sulla possibilità di qualificare le piattaforme stesse come “sedi di negoziazione”, con tutto ciò che ne conseguirebbe⁽⁵⁹⁾; e ancora, potrebbe talora risultare riscontrabile qui un fenomeno di “self-placement”, richiedendosi allora alla piattaforma di essere autorizzata al servizio di “esecuzione ordini” ex art. 4,1(5), della Direttiva MIFID II con applicazioni delle relative regole comportamentali.

Fuori da questa ultima ipotesi ricostruttiva del fenomeno e sempre purché la criptovaluta risulti effettivamente descrivibile in termini di “valore mobiliare”, potrebbe più spesso risultare applicabile o rilevante, in relazione all’attività di “intermediazione” svolta dalle “piattaforme” specie in relazione alle ICOs, la riserva e la disciplina del servizio di investimento individuabile nel “collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell’emittente” di cui alla lettera c-bis) dell’art. 1, co. 5, TUF, nonché, al ricorrere dei suoi presupposti, la disciplina della “offerta al pubblico”⁽⁶⁰⁾.

Il tratto distintivo del servizio di collocamento risiede, come noto, nell’“accordo tra l’emittente (o l’offerente) e l’intermediario collocatore, finalizzato all’offerta al pubblico, da parte di quest’ultimo, degli strumenti finanziari emessi, a condizioni di prezzo e (frequentemente) di tempo predeterminate”⁽⁶¹⁾. L’accordo ha una

(59) Potendo allora risultare applicabile la riserva di attività e della relativa disciplina delle “sedi di negoziazione” ai sensi e per gli effetti degli articoli 62 e ss del TUF.

(60) Rinviamo, per una analisi della relativa disciplina, a quanto diremo al successivo par. 6. con riguardo ai “prodotti finanziari”, atteso che essa si applica anche (e a maggior ragione) alla categoria degli “strumenti finanziari” e al suo sottoinsieme dei “valori mobiliari”.

(61) Sul punto, cfr. Comunicazione Consob n. DAL/97006042 del 9 luglio 1997.

natura promozionale / propulsiva ed è funzionale ad un'offerta avente caratteristiche standardizzate nell'ambito di un'operazione di massa⁽⁶²⁾. L'eventualità che il collocatore si assuma o meno il rischio che l'operazione distributiva non giunga a buon fine è ininfluenza al fine della qualificazione in termini di servizio di "collocamento". Infatti, il servizio di collocamento può manifestarsi nel collocamento con o senza assunzione a fermo o garanzia nei confronti dell'emittente, intendendosi per "assunzione a fermo" la sottoscrizione (underwriting) da parte dell'intermediario di tutti o parte degli strumenti finanziari da collocare; e per "garanzia" l'impegno del collocatore ad acquistare, in tutto o in parte, gli strumenti rimasti invenduti al termine dell'attività promozionale svolta. Attesa l'attuale formulazione dell'art. 1, co. 5, lett. c), TUF, peraltro, è da ritenersi incluso tra i servizi e le attività d'investimento, dunque soggetto a riserva di attività, anche il solo underwriting non seguito dal placing⁽⁶³⁾.

Ove poi, la promozione e il collocamento di "valori mobiliari" avvenga mediante tecniche di comunicazione a distanza, ciò dovrà avvenire nel rispetto delle regole dettate dall'art. 32 del TUF. Secondo la citata disposizione normativa, infatti, "per tecniche di comunicazione a distanza si intendono le tecniche di contatto con la clientela, diverse dalla pubblicità, che non comportano la presenza fisica e simultanea del cliente e del soggetto offerente o di un suo incaricato".

La normativa secondaria di cui al Regolamento Intermediari⁽⁶⁴⁾ integra la disciplina in materia. In particolare, l'art. 125 Regolamento Intermediari individua i soggetti legittimati alla prestazione del servizio⁽⁶⁵⁾, precisandosi poi, al penultimo comma dell'art. 125, che

(62) Cfr. M. Fratini - G. Gasparri (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza*, I, Milano, 2012, 50 e ss.

(63) Cfr. M. Fratini - G. Gasparri (a cura di), *op. cit.*, p. 56.

(64) Regolamento adottato con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018.

(65) Trattasi anche in questo caso di "Le SIM, le imprese di investimento UE con succursale in Italia, le imprese di paesi terzi diverse dalle banche, le banche italiane e di paesi terzi, le banche UE con succursale in Italia e la società Poste Italiane - Divisione Servizi di Banco Posta autorizzata ai sensi dell'articolo 2 del decreto del Presidente della Repubblica n. 144 del 14 marzo 2001, autorizzate allo svolgimento del servizio di cui all'articolo 1, comma 5, lettere c) o c-bis), del Testo Unico nonché, nei casi e alle condizioni stabiliti ai sensi dell'articolo 18, comma 3, del Testo Unico, gli intermediari finanziari iscritti nell'albo previsto dall'articolo 106 del TUB, autorizzati alla prestazione del medesimo servizio, possono procedere alla

non costituiscono promozione e collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza le attività svolte nei confronti dei clienti professionali di cui all'articolo 35, comma 1, lettera d), Regolamento Intermediari⁽⁶⁶⁾, e cioè clienti che possiedano l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assumono (Allegato n. 3, Regolamento Intermediari); verifiche che però, per il consueto modo di operare delle "piattaforme", risulterebbero spesso di difficile, se non impossibile, effettuazione.

Infine, nel caso in cui una "criptovaluta" fosse ricostruibile in termini di "valore mobiliare" (e, in particolare, di "strumenti finanziari di raccolta"⁽⁶⁷⁾e, quindi, fondamentalmente, ove qualificabili come valori mobiliari rappresentativi di "capitale di debito", e non "di rischio"), ciò implicherebbe di dover tener altresì della vigente disciplina "della raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle

promozione e al collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza di prodotti finanziari nonché di servizi e attività d'investimento prestati da altri intermediari", nonché "Le SIM, imprese di investimento UE con succursale in Italia e le imprese di paesi terzi diverse dalle banche possono procedere alla promozione e al collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza anche dei prodotti e servizi di cui all'articolo 124, comma 3".

(66) Per "cliente" deve intendersi persona fisica o giuridica alla quale vengono prestati servizi di investimento o accessori. Invece, per "cliente professionale" deve intendersi il cliente professionale privato che soddisfa i requisiti di cui all'Allegato n. 3 del Regolamento Intermediari e il cliente professionale pubblico che soddisfa i requisiti di cui al regolamento emanato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze ai sensi dell'art. 6, co. 2-sexies del TUF.

(67) E cioè, "le obbligazioni, i titoli di debito e gli altri strumenti finanziari che, comunque denominati e a prescindere dall'eventuale attribuzione di diritti amministrativi, contengono un obbligo di rimborso. Rientrano nella definizione le obbligazioni e i titoli similari che prevedono clausole di partecipazione agli utili d'impresa e/o clausole di subordinazione, come disciplinati dall'art. 32 del decreto-legge 22 giugno 2012, n. 83, convertito in legge, con modificazioni, dalla legge 7 agosto 2012, n. 134, e successive modificazioni. Come chiarito nelle definizioni di cui all'art. 3 delle Disposizioni per la "Raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche" emanate da Banca d'Italia ed entrate in vigore 1° gennaio 2017 nel testo pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Serie generale, n. 271 del 19/11/2016.

banche”(68) ex art. 11 TUB che pone, come noto, una riserva pressoché assoluta a favore delle banche, fuori dal caso in cui la raccolta avvenga, appunto, tramite emissione di tali strumenti. Similmente potrebbe risultare talora applicabile la disciplina di cui alle vigenti “disposizioni in materia di segnalazioni a carattere consuntivo relative all’emissione e all’offerta di strumenti finanziari” ex art. 129 TUB(69), applicabili anche ai soggetti non residenti che offrano in Italia – sia al “pubblico”(70) che in modalità “private placement” - strumenti finanziari(71), anche di diritto estero.

4. (segue) Criptovalute e crowdfunding

A seconda della natura della criptovaluta interessata – in particolare ove questa sia descrivibile in termini di “security token”, rectius, “valore mobiliare”(72) ricostruibile o in termini di “capitale di rischio” (equity), ovvero, ora (a seguito delle recentissime innovazioni introdotte con la Legge di Bilancio 2019(73)) anche di “capitale di debito” – e del modello di business adottato dalla relativa piattaforma, il fenomeno potrebbe essere spesso ricondotto a quello dell’equity-based crowdfunding(74) e, adesso, a quello del social lending o lending-

(68) Disposizioni della Banca d’Italia entrate in vigore 1° gennaio 2017 nel testo pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Serie generale, n. 271 del 19/11/2016.

(69) Cfr. Banca d’Italia, 25 agosto 2015, con entrata in vigore dal 1 ottobre 2016, contestualmente all’abrogazione del Titolo IX, Capitolo 1, delle Istruzioni di Vigilanza per le banche (Circ. 299 del 21 aprile 1999).

(70) Non applicandosi in questo ambito le esenzioni di cui all’art. 100 TUF.

(71) Diversi da quelli oggetto di esenzione, tra cui spiccano in particolare le azioni e analoghi strumenti rappresentativi di capitale di rischio.

(72) Categoria dogmatica storicamente aperta sull’“atipico” (v. sopra nota 53) e capace, quindi, di estendersi ad inglobare le amorphe e spesso difficilmente categorizzabili modalità di investimento, in quel che appare a tutti gli effetti “capitale di rischio” o “capitale di debito”, quali osservabili in molti modelli sottostanti a piattaforme che generano/vendono/offrono “security tokens”.

(73) V L. n. 145 del 2018, in linea con una crescente tendenza a riconoscere e però anche a regolare fenomeni crescenti di shadow banking.

(74) In tal senso, cfr. Financial Conduct Authority (FCA), Initial Coin Offerings, 12 settembre 2017, disponibile sul sito istituzionale dell’Autorità in lingua originale: <https://www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings>. Il leading case statunitense in argomento è la vicenda di “The DAO”, di cui al provvedimento SEC

based crowdfunding⁽⁷⁵⁾. Abbiamo già anzi accennato come - con particolare riguardo ai “security token” che fossero ricostruibili in termini di “capitale di rischio” (equity) - lo stesso schema di partecipazione “condivisa” ad un progetto imprenditoriale comune tra gli utenti-apportatori di “conferimenti”, ravvisabile nel modello di business di qualche piattaforma “primaria”, potrebbe addirittura far

n. 81207 del 25 luglio 2017 che ha fatto applicazione del risalente principio giurisprudenziale elaborato nel risalente leading case SEC v. W.J. Howey co (1946). Anche la già citata sentenza del Tribunale di Verona nel primo leading case italiano avente ad oggetto criptovalute, (cfr. Tribunale di Verona, 24 gennaio 2017, n. 195, commentata da M. Passaretta, op. cit.), accenna all’applicabilità della disciplina di cui alla Delibera Consob del 26 giugno 2013, n. 18592. Si osservi infine come nel primo, recentissimo caso di ICOs analizzato da Consob – nel quale l’operazione veniva esplicitamente pubblicizzata dai suoi promotori come “la prima crowdfunding al mondo a distribuire payouts durante la crowdsale” – l’Autorità di vigilanza pare essersi limitata a censurare il profilo delle modalità di “appello al pubblico risparmio”, senza valutare il profilo attinente alle modalità di esercizio (riservato) dell’attività in questione; ciò forse perché la vicenda sottoposta al suo esame era ancora nello stadio preliminare di promozione e collocamento. Cfr. Delibera Consob n. 20660 del 21 ottobre 2018, Sospensione, ai sensi dell’art. 99, comma 1, lett. b), del d.lgs. n. 58/1998, dell’offerta al pubblico residente in Italia avente ad oggetto “token TGA”, effettuata da Togacoin LTD anche tramite il sito internet <https://togacoin.co.m>. Per un primo commento v. Conso e Martinotti, Le ICO quali offerte al pubblico di prodotti finanziari nell’ultimo orientamento della Consob, in *Dirittobancario online*, 13 novembre 2018.

(75) Fenomeno fino ad oggi esplicitamente disciplinato nel nostro Ordinamento solo nell’ambito della disciplina della raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche (cfr. Disposizioni della Banca d’Italia entrate in vigore 1° gennaio 2017 nel testo pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Serie generale, n. 271 del 19/11/2016) e ora, per effetto delle recentissime innovazioni già citate, anche nella disciplina del TUF. Trattasi di un fenomeno che si presenta come intersezionale tra la disciplina del credito, della raccolta del risparmio e di servizi di investimento, sfumandosi qui spesso la nozione di strumento (o prodotto) finanziario in quella di “finanziamento” (prestito), confondendosi i ruoli e le funzioni di finanziamento/investimento (considerati dal lato del “prestatore”) con quelli di raccolta/emissione (considerati dal lato del “prenditore”). Sul fenomeno può rinviarsi alla approfondita e documentata analisi di E. Macchiavello, La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia, in *Banca Borsa e Titoli*, I, p. 63 ss nonché a E. Bani, Le piattaforme di peer to peer lending: nuova frontiera dell’intermediazione creditizia, in M.T. Paracampo (a cura di), op. cit., p. 163 ss. Per un caso in cui la Consob ha qualificata come “prodotto finanziario” il prodotto offerto da una piattaforma di crow-lending v. Comunicazione Consob 10 dicembre 2010, n.101011143.

pensare alla esistenza di un fenomeno ontologicamente societario, potendosi allora porre un problema di compatibilità di questi schemi con il principio di “tipicità” sancito nel nostro ordinamento dall’art. 2249 c.c., ovvero dovendosi arrivare a concepire la ricostruzione di una nuova forma di “cripto-società”, calata sui modelli societari tipici riconosciuti dall’ordinamento, opportunamente adattati alla nuova dimensione “virtuale”, nel limite del contenuto inderogabile di quelli (rimandando ad altra sede per un approfondimento di quella che potrebbe essere oggi la suggestione di un nuovo modello societario, pur tipico, totalmente virtuale: una spav o una srlv?(76)).

Fuori da queste possibili ricostruzioni evolutive del fenomeno e in maniera già oggi assai più concreta - in virtù delle concrete modalità di funzionamento delle piattaforme (portali on-line o siti web) e degli elementi di connessione operativa che potranno rilevarsi con la giurisdizione italiana(77) – potrebbe allora risultare rilevante la disciplina nostrana del crowdfunding(78); e ciò perlomeno con riguardo

(76) Nell’ambito di quei nuovi fenomeni noti come Decentralized Autonomous Organizations (DAOs) su cui può rinviarsi a A. Wright e T. De Filippi, *Decentralised Blockchain Technology and the Rise of Lex Cryptographia*, accessibile al seguente link: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2580664.

(77) Profilo questo che, nella fattispecie, attesa la natura eminentemente virtuale del fenomeno, non sarà sempre facile analizzare. Si osservi a tal riguardo come, nella elaborazione svolta sin qui dalla Consob, l’offerta si ritiene perlopiù rivolta a soggetti residenti in Italia e, quindi, sottoposta alla disciplina domestica anche solo in virtù del mero fatto che il sito web sia redatto in lingua italiana, cercandosi così di contrastare fenomeni di arbitraggio normativo, (“forum shopping”) che in assenza oggi di un quadro (almeno) europeo armonizzato finiscono per risolversi in una “competition in laxity”.

(78) Si noti che, ad oggi, non esiste ancora una normativa europea del fenomeno, pur esistendo una Proposta di Regolamento avanzata dalla Commissione Europea nel marzo 2018 - Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business” (COM(2018)0113) - nel quadro disegnato dal Fintech Action Plan. Peraltro, proprio nell’autunno del 2018 il Parlamento Europeo – sulla scorta delle indicazioni formulate dal CEMA (European Parliament’s Committee on Economic and Monetary Affairs) nel “Draft Report” del 10 agosto 2018 (2018/0048(COD)) – ha proprio valutato di estendere l’ambito di tale provvedimento anche al fenomeno (come diremo nel testo, contiguo e, per certi versi, sovrapponibile) dei security tokens e delle relative ICOs o meglio, STOs. L’approccio regolamentare proposto è quello del “doppio binario” che faccia salva, quindi, la normativa nazionale che fosse già presente nell’ambito dei singoli Stati Membri, questo essendo il caso dell’Italia.

alla fase di “primaria” emissione dei tokens, atteso che la nostrana disciplina non pare consentire che i “valori mobiliari” (tokens?) emessi sulle/tramite le piattaforme possano anche essere negoziati sulle stesse. Tale disciplina, in deroga alla consueta disciplina del collocamento e a certe condizioni⁽⁷⁹⁾ - a seguito degli interventi normativi che hanno portato agli attuali artt. 50-quinquies e 100-ter del TUF, da coordinarsi con la legislazione secondaria di cui al “Regolamento sulla raccolta di capitali (non più solo “di rischio”) tramite portali on-line”, (adottato con delibera n. 18592 del 2013 come modificato con successiva delibera n. 20264 del 17.01.2018) - consentono che la raccolta di capitali da parte di PMI e imprese sociali, venga svolta attraverso piattaforme on-line gestite anche da soggetti non rientranti nelle categorie di intermediari autorizzati “di diritto”, sottoponendoli a regole comportamentali alquanto rigide.

Come indicato dalla Consob⁽⁸⁰⁾, l’equity crowdfunding è “quel processo con cui più persone (“folla” o crowd) conferiscono somme di denaro (funding), anche di modesta entità, per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando siti internet

(79) L’art. 50-quinquies, co. 2, TUF indica che ai soggetti iscritti in apposito registro non si applicano le disposizioni sullo svolgimento dei servizi e delle attività d’investimento (parte II, titolo II, capo II del TUF) e della disciplina della promozione e collocamento a distanza di servizi e strumenti finanziari (art. 32 TUF), come può peraltro leggersi anche nella relazione illustrativa al disegno di legge di conversione del d.l. n. 179 del 18 ottobre 2012. In argomento, Circolare Assonime, L’impresa start up innovativa, n. 11/2013 in Riv. Notariato, 2/2013, p. 776 ss.; A. Crucil, La disciplina dell’equity crowdfunding in Italia: emanato il Regolamento Consob sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative, in Riv. Soc., 2013, p. 1058 ss.; E. Fregonara, Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative, in www.orizzontideldirittocommerciale.it, 2014, p. 9 ss.; R. Battigaglia - M. G. Naccarato, Equity Crowdfunding: prerogativa di tutti o possibilità per pochi?, in *Dirittobancario online*, maggio 2013; A. Guaccero, La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding, in *Banca Borsa e Titoli*, 2014, p. 711; E. Macchiavello, 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.*, 3/2018; R. Caratozzolo, L’utilizzo delle nuove tecnologie per il finanziamento delle imprese: l’equity crowdfunding, in M.T. Paracampo (a cura di), op. cit., p. 147 ss.

(80) Le indicazioni sono reperibili sul sito della Consob, nella sezione “Educazione finanziaria”, al seguente indirizzo <http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding#c1>.

(“piattaforme” o “portali”) e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa. Si parla di "equity-based crowdfunding" quando tramite l’investimento on-line si acquista un vero e proprio titolo di partecipazione in una società.” Tale istituto non è espressamente definito in via normativa, sebbene l’art. 100-ter - rubricato “offerte attraverso portali per la raccolta di capitali” - ne identifichi i tratti essenziali, disponendo che “Le offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali possono avere ad oggetto soltanto la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dalle piccole e medie imprese, dalle imprese sociali e dagli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese. Le offerte relative a strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese devono avere un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell’articolo 100, comma 1, lettera c)”(81). L’art. 1, co. 5-novies, TUF definisce invece esplicitamente la nozione di “portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali” come “una piattaforma on line che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese, come definite dall’articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129, delle imprese sociali e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o di altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese, nonché della raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese” (82).

Dunque, gli elementi che individuano la fattispecie sono: “il mezzo di realizzazione dell’offerta (l’utilizzo di portali on-line); l’oggetto dell’offerta (la sottoscrizione di strumenti finanziari); il corrispettivo

(81) Articolo dapprima inserito dall’art. 30 del d.l. n. 179 del 18 ottobre 2012 e successivamente modificato dall’art. 4 del d.l. n. 3 del 24 gennaio 2015 convertito con modificazioni dalla l. n. 33 del 24 marzo 2015.

(82) Sotto un profilo oggettivo, è dunque oggi possibile – a seguito delle innovazioni introdotte dalla Legge di Bilancio 2019 - possibile svolgere offerte aventi ad oggetto non “strumenti di capitale di rischio”, ma anche di debito, essendosi poi previsto, nel nuovo comma 1-ter dell’art. 100-ter del Tuf che “La sottoscrizione di obbligazioni o di titoli di debito è riservata, nei limiti stabiliti dal codice civile, agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob ed è effettuata in una sezione del portale diversa da quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio”.

totale dell'offerta (che deve essere inferiore a 5.000.000 [n.d.r. ora 8.000.000] di euro)"(83). Con riferimento a quest'ultimo profilo può, dunque segnalarsi che, necessariamente, le offerte al pubblico condotte attraverso portali di crowdfunding rientreranno nelle esenzioni alla disciplina dell'appello al pubblico risparmio in virtù dell'art. 34-ter, co. 1, lett. c), Regolamento Emittenti.

La norma che traccia l'ambito soggettivo di applicazione delle nuove regole è l'art. 50-quinquies, co. 2, TUF: l'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali per PMI e imprese sociali è infatti riservata oltre che ad intermediari "di diritto"(84), anche "ai soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob, a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche, Sim, imprese di investimento UE e imprese di paesi terzi diverse dalla banche, e gli ordini riguardanti azioni o quote degli Oicr ai relativi gestori. Ai soggetti iscritti in tale registro non si applicano le disposizioni della parte II, titolo II, capo II e dell'articolo 32"; tali gestori di portali autorizzati, dovranno poi essere in possesso di alcuni specifici requisiti(85).

(83) Cfr. Circolare Assonime, op. cit., p. 807, ove si precisa che nel caso in cui detti elementi non siano tutti rinvenibili l'offerta al pubblico di partecipazioni al capitale di società start-up (e PMI) innovative ricade nella disciplina generale di cui agli artt. 93-bis ss. TUF (appello al pubblico risparmio); sul punto cfr. A. Guaccero, op. cit., p. 707-708.

(84) Alle Sim, alle imprese di investimento UE, alle imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, ai gestori di cui all'articolo 1, comma 1, lettera q-bis), limitatamente all'offerta di quote o azioni di Oicr che investono prevalentemente in piccole e medie imprese e alle banche, autorizzati ai relativi servizi di investimento.

(85) Infatti, l'iscrizione al registro di cui al comma 2 dell'art. 50-quinquies è subordinata alle seguenti condizioni: "(a) forma di società per azioni, di società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata o di società cooperativa; (b) sede legale e amministrativa o, per i soggetti comunitari, stabile organizzazione nel territorio della Repubblica; (c) oggetto sociale conforme con quanto previsto dal comma 1; (d) possesso da parte di coloro che detengono il controllo e dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo dei requisiti di onorabilità stabiliti dalla Consob; (e) possesso da parte dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, di requisiti di professionalità stabiliti dalla Consob e (e-bis) adesione a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori o stipula di un'assicurazione di responsabilità professionale che garantisca una protezione equivalente alla clientela, secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento". Inoltre, i gestori per essere iscritti sezione ordinaria devono presentare una relazione

Seppur si possa convenire sul fatto che, rispetto alla disciplina dettata per gli intermediari che svolgono i “tradizionali” servizi di investimento, ai gestori autorizzati, “si applica una disciplina più leggera” (86), il vigente quadro regolamentare potrebbe comunque risultare assai impattante per quei portali di criptovalute che oggi disinvoltamente emetterebbero/offrissero/vendessero/intermediassero tokens di tipo “securities” al di fuori di qualunque quadro regolamentare e di vigilanza; peraltro, l’operatività “clandestina” di siti e portali che nei fatti gestissero vere e proprie piattaforme di crowdfunding, nei termini sopra illustrati, potrebbe integrare la fattispecie della condotta di “abusivismo” di cui all’art. 166 del TUF, penalmente sanzionata, e comportare l’applicazione delle sanzioni amministrative di cui all’art. 190-quater del TUF.

Oltre, ai citati requisiti soggettivi e organizzativi, i gestori iscritti nel registro Consob e sottoposti alla vigilanza di questa, non possono comunque detenere “somme di danaro” o “strumenti finanziari” di pertinenza degli investitori - dovendoci allora qui interrogare sulla natura della specifica criptovaluta di volta in volta interessata(87) e sulle peculiari modalità di detenzione della criptovaluta attraverso i c.d. e-wallet - né possono eseguire direttamente gli ordini per la sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti sui propri portali, dovendo a tal fine trasmetterli esclusivamente a banche e imprese di investimento (art. 50-quinquies, co. 2 e 4, TUF).

Ai gestori iscritti nel registro si applicano infine le apposite regole di condotta di cui agli artt. 13-21 del Regolamento Crowdfunding, modulate sui criteri generali che presidono lo svolgimento dei servizi e delle attività d’investimento tout court(88). In particolare, secondo

sull’attività di impresa e sulla struttura organizzativa (da predisporre secondo le indicazioni allegate al Regolamento Crowdfunding).

(86) Come illustrato dalla stessa Consob nella sezione “Educazione finanziaria”, al seguente indirizzo <http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding#c1>.

(87) Per le considerazioni sopra sommariamente sviluppate nella premessa, non pare di potersi, anche a questo fine, accostare le criptovalute, anche quelle “monetarie”, al concetto di “somme di denaro” qui utilizzato che pare dover far riferimento a sola “moneta legale”, ammessa e riconosciuta nell’ambito del “sistema dei pagamenti” ufficiale.

(88) A. Guaccero, op. cit., 719; secondo A. Troisi, op. cit., p. 530 il quadro disciplinare riproporrebbe la portata degli standard etico-comportamentali previsti per

quanto illustrato dalla stessa Consob, “i gestori non possono svolgere in alcun modo consulenza finanziaria nei confronti degli investitori”(89). Tra gli obblighi del gestore, ex art. 13 Regolamento Crowdfunding, rientra quello di “operare con diligenza, correttezza e trasparenza evitando che gli eventuali conflitti di interesse che potrebbero insorgere nello svolgimento dell’attività di gestione di portali incidano negativamente sugli interessi degli investitori e degli emittenti e assicurando la parità di trattamento dei destinatari delle offerte che si trovino in identiche condizioni”. Non solo. Come esplicitamente previsto, il gestore “si astiene dal formulare raccomandazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto delle singole offerte atte ad influenzare l’andamento delle adesioni alle medesime” e, a tal fine, rende agli investitori informazioni relative alle misure predisposte per gestire i conflitti di interessi (art. 14, co. 1, lett. g), Regolamento Crowdfunding).

Infine, in virtù del particolare fenomeno di “commistione di ruoli” a cui abbiamo già più volte accennato, che potrebbe portare a ritenere (anche) la stessa “piattaforma” quale “emittente”, potrebbero risultare applicabili le “nuove” regole in materia di self-placement(90) di cui all’art. 13, 1-bis e 1-ter del Regolamento Crowdfunding.

5. *Le criptovalute come “prodotti finanziari”?*

L’aver sopra concluso nel paragrafo 2 nel senso della non (pacifica) riconducibilità – in via generale e ad eccezione dei “security tokens” ai quali fosse però altresì riconoscibile il tratto della “negoziabilità”, come diffusamente visto sopra al paragrafo 3 - delle criptovalute nel novero degli “strumenti finanziari”, sottraendosi quindi tutti gli atti giuridici, le attività e i servizi che le abbiano ad oggetto, alla disciplina dei “servizi di investimento”, ovvero del crowdfunding, non esaurisce tuttavia i

gli esponenti dell’ordinamento bancario nazionale e, in particolare, quanto previsto dagli artt. 25 e 26 TUB.

(89) Come illustrato dalla stessa Consob nella sezione “Educazione finanziaria”, al seguente indirizzo <http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding#c1>. Cfr. A. Troisi, op. cit., p. 531-532.

(90) Su cui vedasi, in generale, L. Enriques, M. Gargantini, *The Expanding Boundaries of MiFID’s Duty to Act in the Client’s Best Interest: The Italian Case*, reperibile in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3088832.

profili analitici sotto cui le criptovalute, pur di tipo “monetario” o “utility” (che non siano cioè inquadrabili come security tokens negoziabili) possano essere valutate nell’ambito dell’ordinamento finanziario italiano, dovendoci ora soffermare a valutare se debba rilevare ai nostri fini, la diversa e più ampia nozione di “prodotto finanziario” a cui è associato un più circoscritto ma pur sempre impattante corpo di disciplina che potrebbe quindi entrare in gioco.

L’art. 1, comma 1, lettera u) TUF definisce infatti la fattispecie dei “prodotti finanziari”, come quella in cui sono ricompresi, in un rapporto di species a genus, gli “strumenti finanziari”(91), oltretutto “ogni altra forma di investimento di natura finanziaria”. Si tratta di una definizione aperta che richiede, per poter essere delineata con precisione, di indagare in due direzioni: una volta individuati gli “strumenti finanziari” attraverso la definizione “chiusa” già sopra richiamata, occorrerà poi individuare le “altre forme di investimento di natura finanziaria” che completano la definizione “aperta” di “prodotti finanziari”(92). Lo stesso approccio è stato da tempo sottolineato dalla dottrina(93) e, come vedremo meglio più oltre, è stato anche recentissimamente ribadito dalla Consob proprio in relazione a schemi negoziali aventi ad oggetto criptovalute(94).

Le “altre forme di investimento di natura finanziaria” ricomprendono dunque, secondo la consolidata elaborazione della giurisprudenza e della dottrina specialistica, tutte quelle forme di impiego di un capitale nell’aspettativa di un rendimento il cui conseguimento non risulti influenzabile in modo decisivo dall’investitore e che comportino l’assunzione di un rischio di natura finanziaria; in tale definizione si deve quindi far rientrare ogni

(91) M. Miola, Commento sub art. 94 in Commentario Campobasso, Torino, 2002, p. 797.

(92) F. Annunziata, Commento sub art. 94 in Commentario Marchetti-Bianchi, Milano, 1999, p. 86. Cfr. art. 1 comma 1°, lett. U) TUF; Id., La disciplina del mercato mobiliare, op.cit., 319 ss.; R. Costi, Il mercato mobiliare, Torino, 2010, 8 ss. R. Costi e L. Enriques, op. cit., p. 42 ss.; M. Frattini, Commento all’art. 1, commi 1 e 2 TUF, op. cit., p. 20 ss.

(93) Per tutti cfr. R. Lener, Gli strumenti finanziari, in Id. (a cura di), Diritto del mercato finanziario, Saggi, Mi-To, 2011, 64.

(94) Da ultimo v. il caso “Togacoin” citato in nota 3, in relazione al quale, per un primo commento, si rinvia a Conso e Martinotti, Valute virtuali: prime considerazioni sulla consultazione pubblica del MEF, Diritto Bancario online 6.2.2018.

strumento, comunque denominato, che sia rappresentativo dell'impiego di un capitale⁽⁹⁵⁾.

Conformemente, la prassi interpretativa della CONSOB ha enucleato ormai in maniera consolidata quali caratteristiche tipiche dell'“investimento di natura finanziaria” i seguenti elementi: (i) l'impiego di capitale; (ii) l'aspettativa di un rendimento e (iii) il rischio connesso⁽⁹⁶⁾. La casistica presa in esame dai provvedimenti CONSOB nell'applicazione di quella griglia ermeneutica è ormai assai ampia⁽⁹⁷⁾.

(95) M. Miola, op. cit.; cfr. altresì F. Annunziata, Commento sub art. 94, op. cit.; si vedano altresì i casi “Crypton”, sempre indicati in nota 3.

(96) L'orientamento della CONSOB in tal senso è costante, cfr. già nelle delibere 13 febbraio 2004 n. 14422, 10 dicembre 2003 n. 14347, 3 giugno 2003 n. 14110, 22 gennaio 2002 n. 13423, e le comunicazioni 19 dicembre 2003 n. DEM/3082035 e 12 aprile 2001 n. DEM/1027182. Gli elementi enucleati dalla Consob possono, per molti versi, accostarsi a quelli individuati nel risalente leading case statunitense SEC v. W.J. Howey co (1946).

(97) Si possono segnalare - oltre ai recenti interventi in materia specifica di criptovalute, ovvero di contratti o schemi negoziali (“pacchetti”) aventi ad oggetto criptovalute (sopra indicate alla nota 3) - molteplici altre fattispecie, cui l'Autorità di vigilanza ha attribuito, in diverse occasioni, la “qualifica” di prodotti finanziari offerti al pubblico, assoggettandole alla relativa disciplina: (i) un articolato meccanismo contrattuale col quale venivano offerti in sottoscrizione contratti di compravendita di opere d'arte ad un prezzo scontato rispetto a quello indicato nel listino, conferendo al tempo stesso agli acquirenti l'opzione di risolvere il contratto ed ottenere, alla scadenza, del termine previsto, la restituzione di un importo maggiorato rispetto alla somma investita, pari al prezzo di listino dell'opera d'arte (Delibera n. 18443 del 16 gennaio 2013). Tale vicenda ha dato poi oggetto al contenzioso che è sfociato in una recente sentenza della Corte di Cassazione (Cass. civ. Sez. II, 12-03-2018, n. 5911, avverso il decreto n. 4027/2014 della Corte d'appello di Napoli, depositato il 29 agosto 2014); (ii) titoli rappresentativi di una moneta, convertibili con azioni o quote di capitale detenute dai soggetti che la garantiscono (Delibera 13 febbraio 2004 n. 14422, si tratta della vicenda che coinvolse la società Avatar S.p.A. e la sua operazione di emissione di “Dhana”, moneta della “Repubblica della Terra”); (iii) una forma di investimento, denominata “Contratto di affidamento diamanti”, tramite la quale veniva offerta la possibilità di ricevere in affidamento, dietro il versamento di una somma di denaro, un diamante e, alla scadenza convenuta, di ottenere l'importo investito maggiorato di una somma fissa, riconosciuta a titolo di corrispettivo per la custodia (Delibere 10 dicembre 2003 n. 14347 e 2 marzo 2004 n. 14454); (iv) quote di partecipazione al capitale di società a responsabilità limitata di diritto straniero (Delibera 3 giugno 2003 n. 14110); (v) forma di investimento immobiliare consistente nell'acquisto di porzioni di terreni e di immobili in aziende agricole, a fronte del quale era possibile percepire, a determinate condizioni, un tasso di interesse annuo e una rivalutazione del capitale (Delibera 13 giugno 2002 n. 13618); (vi) certificati di

La caratteristica della prevalenza del godimento di un bene, rispetto alle attese di rendimento finanziario che si nutrono in relazione ad esso, ha costituito sin dall'inizio, alla luce del più risalente orientamento della Consob in materia, un importante discrimen nel valutare se alla fattispecie in oggetto dovesse essere applicata la disciplina dei prodotti finanziari.

Ma proprio questo elemento si rivela, talora, di difficile ponderazione al fine di giungere ad una conclusione sicura circa la possibilità di inquadrare negozi giuridici o schemi negoziali che abbiano ad oggetto le più diverse asset class nell'ambito della categoria degli "altri investimenti di natura finanziaria", al fine di valutare poi l'applicabilità della relativa disciplina(98). A fronte della possibilità di

associazione in partecipazione (Delibera 22 gennaio 2002 n. 13423); (vii) quote di società a responsabilità limitata di diritto italiano (Comunicazione 1 giugno 2001 n. DEM/1043775); (viii) certificati rappresentativi del diritto del sottoscrittore (o del successivo cessionario) di ottenere la consegna, a una data prefissata, di un certo quantitativo di vini (Comunicazione 22 ottobre 1998 n. DIS/98082979).

Viceversa, la CONSOB ha concluso che non sussistessero gli elementi innanzi citati e, pertanto, non ha ritenuto loro applicabile la disciplina dei "prodotti finanziari" nei seguenti casi: (i) mutuo finalizzato all'acquisto di immobili a uso abitativo: nell'ambito della categoria dei "prodotti finanziari", infatti, possono ricomprendersi i soli prodotti finanziari di "raccolta" e non anche quelli di "erogazione", tra i quali ultimi deve farsi rientrare il mutuo (la Comunicazione 7 novembre 2000 n. DIN/82717 e la Comunicazione 23 marzo 1998 n. DI/98021215); (ii) vendita di immobili in multiproprietà con un rendimento annuo garantito dal soggetto venditore, qualora nell'operazione sia riscontrabile un'effettiva prevalenza del connotato del godimento del bene oggetto della vendita rispetto al connotato finanziario (Comunicazione 22 maggio 2003 n. DCL/DEM/3033709), Comunicazione 11 giugno 1992 n. SGE/RM/92004184 e Comunicazione 1 febbraio 1996 n. DAL/RM/96000914; (iii) un programma di acquisto di "oro fisico da investimento (Comunicazione n. DIN/12079227 del 4 ottobre 2012); (iv) operazioni di vendita di diamanti tramite intermediazione del canale bancario (Comunicazione n. DTC/13038246 del 6-5-2013).

(98) Come ben rilevato nella giurisprudenza della Corte di Cassazione, che ha osservato come "gli investimenti di natura finanziaria, per essere assoggettati ai controlli (...) in quanto prodotti finanziari, debbono rispondere a caratteristiche economico – giuridiche che, se pur non tali da consentirne la riconduzione alla gamma delle fattispecie tipiche (di strumenti finanziari) elencate nel citato comma 2 (dell'art. 1 del TUF), siano quanto meno oggettivamente analoghe"; se così non fosse vi sarebbe il rischio che in considerazione della "estrema genericità della previsione normativa, che in palese contrasto con il principio di legalità e tipicità dell'illecito amministrativo dettato dalla L. 689 del 1981, art. 1", si possa "assoggettare a sanzione

riscontrare spesso in tali negozi o schemi negoziali almeno due dei tratti qualificanti della nozione di “prodotto finanziario” – e, cioè, l’impiego del capitale e il rischio connesso – potrebbe risultare spesso non facile valorizzare il citato orientamento della Consob, volto ad escludere la qualificazione come “prodotto finanziario” in quei casi in cui l’elemento del “godimento” possa coesistere con, pur risultando prevalente rispetto a, quello del ritorno finanziario(99).

Dalla lettura della nutrita elaborazione di orientamenti Consob può tuttavia estrapolarsi un percorso logico più raffinato, quale è venuto evolvendosi nel tempo, nello sforzo di mettere a fuoco, in una linea di sostanziale continuità e coerenza, quelle che risultavano già le più risalenti opzioni interpretative.

Interessante appare a tal fine un recente caso giurisprudenziale(100) che origina dal provvedimento sanzionatorio adottato da Consob con Delibera n. 18443 del 17 gennaio 2013, nella quale si sanzionava la condotta di un operatore, in relazione ad una operazione di “offerta al pubblico” avente ad oggetto “contratti di compravendita di opere d’arte”, a cui si riconosceva natura di “prodotto finanziario”, tenuto conto della compresenza dei tre caratteri tipici di un investimento di natura finanziaria e cioè: l’impiego di capitale, corrisposto dai clienti all’operatore a titolo di prezzo di acquisto delle opere d’arte; l’aspettativa di rendimento di natura finanziaria da parte dell’investitore, il quale alla “scadenza” della durata del contratto avrebbe avuto diritto ad una somma pari alla differenza tra il capitale inizialmente conferito ed il prezzo di listino del quadro, qualificata contrattualmente come “sconto” ma sostanzialmente corrispondente agli interessi maturati; la correlativa assunzione di un rischio connesso

amministrativa, a mera discrezione della Consob, una vasta gamma di condotte di operatori commerciali, ogni qual volta le offerte (o richieste) rivolte al pubblico prospettassero la particolare remuneratività di operazioni negoziali finalizzate al conseguimento di un reddito qualsiasi”. Così, Cass. 15 aprile 2009 n. 8947.

(99) E a tal riguardo può risultare particolarmente rilevante la fattispecie dell’utility token.

(100) Cfr. Cass civ. Sez. II, 12.3.2018, n. 5911 avverso il decreto n. 4027/2014 della Corte d’appello di Napoli, depositato il 29 agosto 2014. In relazione, nello specifico al caso delle opere d’arte, mi sia consentito rinviare a P. Carrière, L’“opera d’arte” nell’ordinamento finanziario italiano, di prossima pubblicazione su Banca impresa società, n.3, 2018, da cui, nel presente lavoro, attingo alcune delle riflessioni colà sviluppate in relazione a quella particolare asset class.

alle operazioni sopra descritte in ordine alle quali i clienti risultavano, peraltro, soggetti meramente passivi e privi di autonomia gestionale.

La Corte di Appello di Napoli prima, e la Corte di Cassazione poi, rigettando l'impostazione dei ricorrenti - secondo i quali si trattava di "semplice compravendita di opere d'arte, con una maggiore garanzia costituita dalla possibilità di rivendere all'alienante l'opera al prezzo di listino" - confermavano l'orientamento della Consob, ricordando come il "TUF fornisce la nozione (...) di "prodotti finanziari" (comma 1, lettera u), tali essendo "gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria". Per la S.C. (Cass. civ. Sez. II, 05-02-2013, n. 2736 (rv. 625071) il contratto di investimento costituisce uno schema atipico, che comprende ogni forma di investimento finanziario, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. u), del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, riflettendo la natura aperta ed atecnica della definizione di "prodotto finanziario", "la quale rappresenta la risposta legislativa alla creatività del mercato ed alla molteplicità degli strumenti offerti al pubblico, nonché all'esigenza di tutela degli investitori, in maniera da permettere la riconduzione nell'ambito della disciplina di protezione pure delle operazioni innominate.".

È dunque il carattere "intrinsecamente" finanziario dell'investimento che, sul piano funzionale, definisce il prodotto finanziario, non la natura o il tipo contrattuale adoperato, aderendosi così all'opzione ermeneutica ormai pacifica, in base al quale la qualificazione del negozio deve avvenire sulla base della causa in concreto, ovvero "dell'operazione economica complessiva"; ciò che appare decisivo, ad avviso della Corte, per qualificare l'investimento, come "bene materiale suscettibile di godimento" o, al contrario, come "investimento di natura finanziaria" è infatti l'intento pratico delle parti, le finalità complessive dello scambio. E, a tal fine, viene richiamato il consolidato orientamento della Consob in base al quale sono stati ritenuti, ad esempio, non sussistenti i caratteri minimi e necessari per ricondurre una compravendita cadenzata di oro all'interno della nozione di "appello al pubblico risparmio in prodotti finanziari". Per la Corte, quindi, "non risulta decisivo il trasferimento di un bene in sé, neppure se suscettibile di un godimento, ma la finalità complessiva dell'operazione posta in essere e le prospettive generali proposte agli investitori/acquirenti".

Gli orientamenti valorizzati dalla citata sentenza sono stati anche da ultimo confermati, e ulteriormente affinati dalla Consob, nel valutare operazioni di compravendita di diamanti tramite canale bancario⁽¹⁰¹⁾; nella fattispecie veniva rilevata la mancanza di un elemento fondamentale per l'individuazione di un "prodotto finanziario" proprio nella circostanza che in quel caso non si riscontrava, "la prospettazione, da parte delle società fautrici dell'iniziativa, di uno specifico rendimento. Difatti, sebbene la res materiale possa apprezzarsi (o anche deprezzarsi) per effetto dell'andamento delle quotazioni del bene nel tempo, tale circostanza non è di per sé sufficiente per affermare che l'eventuale apprezzamento del bene in parola possa de facto costituire una forma di "rendimento di natura finanziaria". 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. Detta caratteristica, come riferito, non è rinvenibile nel caso di specie". Chiarendosi altresì come non rilevi a tal fine "l'eventuale rappresentazione da parte del proponente, in sede di promozione dei contratti in esame, della performance registrata dai diamanti in un determinato intervallo temporale, come si evince ad esempio dal sito internet della [...] società] nel quale si riporta un grafico rappresentativo dell'andamento di tale bene, dal quale si denota un incremento del valore dei diamanti, anche in confronto con altri indicatori, quale l'andamento del tasso di inflazione, dell'oro, etc".

E quindi, "per configurare un investimento di natura finanziaria, non è sufficiente che vi sia accrescimento delle disponibilità patrimoniali dell'acquirente (cosa che potrebbe realizzarsi attraverso talune modalità di godimento del bene come ad esempio con la rivendita del diamante) ma è necessario che l'atteso incremento di valore del capitale impiegato (ed il rischio ad esso correlato) sia elemento intrinseco all'operazione stessa".

In conclusione, un'operazione avente ad oggetto una particolare asset class non riconducibile ex se agli "strumenti finanziari", può assumere le caratteristiche di offerta di un "prodotto finanziario" solo se siano esplicitamente previsti, anche tramite contratti collegati, ulteriori elementi come, ad esempio, promesse di rendimento e di

(101) Cfr. Comunicazione Consob, n. DTC/13038246 del 6 maggio 2013.

realizzazione di profitti, obblighi di riacquisto, ovvero vincoli al godimento del bene(102).

Alla luce di quanto sopra potrebbe allora avanzarsi la seguente conclusione: tutte le volte in cui (e solo se) ai modelli operativi e agli schemi negoziali di base (acquisto/vendita) che possono riscontrarsi sulle piattaforme di “criptovalute”, anche solo di tipo “monetario” o “utility” - che abbiamo visto non costituire di per sé “servizi di investimento” per il sol fatto di non avere ad oggetto “strumenti finanziari” - vengano associati più complessi o articolati schemi negoziali, quali tipicamente promesse di rendimento, obblighi di riacquisto, promesse di realizzazione di profitti ovvero vincoli al godimento del bene, potrà allora aversi un “prodotto finanziario”(103) con ciò che ne consegue in termini di disciplina, nei termini che ora vedremo, laddove esso venga offerto al “pubblico”.

Questa prima conclusione merita però una ulteriore qualificazione, proprio con riferimento al peculiare caso delle “criptovalute”, in considerazione del particolare atteggiarsi di questo “prodotto”. Laddove, infatti una specifica criptovaluta presenti una sua prevalente dimensione (in senso lato) “monetaria” o di scambio (utility token) e, soprattutto, nel caso in cui possa osservarsi l’esistenza di un suo “mercato” sul quale essa, in quanto tale, possa essere scambiata (e magari cambiata)(104), allora le suddette conclusioni – in merito alla necessità di un quid pluris negoziale affinché possa configurarsi un “prodotto di investimento” - parrebbero pienamente confermate, al pari quindi di quanto abbiamo visto sopra in relazione ad altre asset class di

(102) Così, esplicitamente, ancora in relazione alla vendita di diamanti, v. da ultimo, Comunicazione “La Consob richiama l’attenzione del pubblico e degli intermediari sulla compravendita di diamanti”, 31 gennaio 2017, in “Consob Informa” n. 4/2017 del 6 febbraio 2017. Orientamento oggetto di esplicita valutazione poi nei provvedimenti dell’AGCM nn. PS10677 e PS10678 del settembre 2017, in cui tra gli elementi che possono contribuire ad una caratterizzazione del servizio in termini di “prodotto finanziario”, viene esplicitato ulteriormente quello della limitazione al godimento del bene e quello della emissione di “certificati che attestino la titolarità del bene e che siano commercializzabili su un mercato secondario”.

(103) In senso conforme v. G. Gasparri, op. cit.; P. Iemma e N. Cuppini, op. cit. e M. Passaretta, op. cit., p. 477, seppur, parrebbe, sulla base di una ricostruzione assai ampia della nozione di “prodotto finanziario” a cui il bitcoin sarebbe automaticamente riconducibile.

(104) Come oggi pare di potersi dire per il bitcoin ma non solo.

investimento “alternativo”: diamanti, oro, opere d’arte etc. Non può però non considerarsi che molte “sedicenti” criptovalute mancano oggi (finora?) di quel carattere di oggettiva “negoziabilità”, riducendosi a meri schemi negoziali di investimento che trovano la loro genesi, il loro sviluppo e il loro esito all’interno della relativa intelaiatura negoziale che caratterizzerà, di volta in volta, ciascuna di quelle particolari piattaforme di investimento; in tal caso allora, ad evidenza, lo schema negoziale stesso in cui consisterebbe la criptovaluta, risulterà descrivibile in termini di “prodotto finanziario”, ove ne ricorrano tutti i tratti sopra illustrati. E proprio questo ci appare l’approccio che emerge in alcuni dei recenti casi esaminati dalla Consob(105).

Alla luce di tutto quanto sopra esposto, devono invece ritenersi, a nostro avviso, non pienamente convincenti – in quanto sistematicamente non coerenti e, comunque, non (ancora?) suffragate dall’elaborazione giurisprudenziale e dell’Autorità di Vigilanza – quelle letture(106) del fenomeno delle criptovalute che tendono ad una estrema dilatazione della nozione di “prodotto finanziario”, ben oltre i confini che possono oggi trarsi da quella risalente e approfondita elaborazione di cui abbiamo dato conto sopra; dilatazione che avviene sulla base della ricostruzione di una categoria “atipica” di “negozio di investimento”, in cui pare però assumere rilevanza dominante (e sufficiente) il profilo soggettivo che guiderebbe l’“investitore” e individuabile nella sua mera attitudine (aspettativa) “speculativa”(107). In particolare, poi, l’elemento dell’elevata e intrinseca volatilità, oggi osservabile nel fenomeno delle criptovalute, varrebbe a giustificarne una oggettiva natura “speculativa”, di per sé, assimilandosi

(105) V. in particolare i due recentissimi casi CRYPTON, citati sopra in nota 3.

(106) V. in particolare E. Girino, op. cit.

(107) Così conclude E. Girino, op. cit., in virtù della riconduzione del fenomeno della negoziazione di criptovalute nell’ambito della atipica categoria del “negozio di investimento” (su cui, per tutti, può rinviarsi a G. ALPA, Una nozione pericolosa: il c.d. contratto di investimento, in G. ALPA (a cura di) I valori mobiliari, Padova, 1991; M. Fratini, Manuale di diritto civile, Roma, 2011, 947 e a C. Rabitti Bedogni, Valore mobiliare e investment contract, in Contratto e Impresa, 1992, 107, che presenterebbe una oggettiva “funzionalità finanziaria”; peraltro facendo seguire incongruamente a tale ricostruzione la conclusione che l’attività di negoziazione di criptovalute dovrebbe allora ricostruirsi in termini di “servizio di investimento”, conseguenza che semmai potrebbe conseguire alla qualificazione – a nostro avviso non condivisibile – in termini di “strumento finanziario”.

inestricabilmente la “finalità solutoria” con quella “di investimento”(108). Qualsiasi schema di acquisto di criptovalute - a prescindere(109) allora da quegli altri ulteriori elementi negoziali che, nella citata elaborazione quale da ultimo riconfermata dall’Autorità di Vigilanza(110), paiono necessari affinché uno schema di investimento possa assurgere a “prodotto finanziario” e che invece risulterebbero qui superflui, perché assorbiti da quell’intima natura speculativa del “bene” criptovaluta – risulterebbe ipso facto soggetto alla disciplina applicabile ai “prodotti finanziari”(111); conclusione dalle conseguenze assai impegnative(112), sotto molteplici e assai impattanti profili, come ora vedremo.

(108) Una tale approccio, sicuramente suggestivo, non convince nel momento in cui eleva il dato meramente “quantitativo” - individuato nell’ alto (inusitato) grado di volatilità di questa asset class - ad elemento “qualitativo” capace di mutarne la natura.

(109) V. E. Girino, il quale ritiene che “anche il mero scambio (di criptovaluta n.d.r.) non assistito da alcuna promessa o impegno a termine” qualificerebbe l’operazione come “negozio di investimento” e quindi come “prodotto di investimento”.

(110) Nel citato recentissimo caso (V. Delibera Consob n. 20660 del 21 ottobre 2018, Sospensione, ai sensi dell’art. 99, comma 1, lett. b), del d.lgs. n. 58/1998, dell’offerta al pubblico residente in Italia avente ad oggetto "token TGA", effettuata da Togacoin LTD anche tramite il sito internet <https://togacoin.com>) in cui la Consob si è pronunciata su una ICOs di tokens, la riconduzione dei tokens in questione (che, pur nella sommarietà degli elementi ritraibili dalla Delibera Consob, parrebbero peraltro accostabili alla tipologia dei security token, da “emmettersi” nell’ambito di una operazione di crowdfunfing) nell’ambito della categoria del “prodotto finanziario” pare infatti avvenuta sulla scorta del citato approccio analitico che richiede, oltre all’aspettativa “speculativa del cliente” (impiego di capitale - attesa di rendimento - assunzione di rischio finanziario) anche la predisposizione di uno schema negoziale che implichi ed espliciti un tale elemento causale e che nella fattispecie era rinvenibile nella circostanza che l’aspettativa di rendimento, ricompreso tra un minimo e un massimo predefinito calcolato in percentuale rispetto al capitale conferito, era oggetto della proposta negoziale e che, conseguentemente, il rendimento sarebbe stato corrisposto dalla stessa piattaforma di Togacoin LTD.

(111) Peraltro, occorrerebbe precisare, una tale conclusione (che noi riteniamo non condivisibile), potrebbe conseguire non solo per effetto della natura di “prodotto finanziario” ma, con riguardo alla disciplina del “prospetto”, solo ove di esso ne fosse fatta una “offerta pubblica”, cosa che, per la verità, che nelle ICOs, o meglio STOs, appare inevitabile, come pare riconosciuto nella recente, citata, delibera Consob n. 20660 del 21 ottobre 2018.

(112) Secondo il citato autore, viceversa, la conseguenza di tale impostazione non andrebbe “drammatizzata nelle sue concrete applicazioni” (così, E. Girino, op. cit.),

6. (segue) *la disciplina applicabile all’offerta pubblica di criptovalute qualificabili come “prodotti finanziari”*

Diversamente da quanto visto sopra in relazione ai “servizi di investimento”, in presenza di un “prodotto finanziario” non risulta in generale applicabile al soggetto agente (colui che cioè istituisca, promuova o gestisca il “prodotto”) una particolare disciplina di tipo autorizzato o comportamentale, né ciò comporterà in capo ad esso l’adozione di particolari presidi organizzativi da adottare nella istituzione o gestione di quello. Ciò che rileverà, è essenzialmente il solo profilo delle modalità di promozione e collocamento(113) di quel

potendo risultare applicabili i casi di inapplicabilità e le esenzioni di disciplina di cui, all’art 100 del TUF e 34-ter del Regolamento Emittenti. E tuttavia - a parte la rigidità di mantenersi nell’ambito dei rigidi paletti delineati da tale regime di “esenzione” che, per le modalità di svolgimento delle ICOs/STOs, potrebbero spesso risultare troppo vincolanti e difficilmente verificabili – l’autore non considera che il regime di esenzione considerato rileva limitatamente alla disciplina del prospetto (artt. 94 e ss. del TUF), mentre continuerebbero ad applicarsi i ben più rigidi e impegnativi vincoli della riserva di attività di “offerta fuori sede”, o meglio di “promozione e collocamento a distanza di prodotti finanziari”; attività la cui prestazione è consentita solo ai soggetti abilitati, e con le modalità comportamentali, previsti dall’art. 32 del Tuf e 125 ss. del Regolamento Intermediari, nonché, eventualmente, la disciplina relativa al crowdfunding.

(113) Deve ritenersi coperta da riserva anche la mera promozione, intesa come attività propedeutica alla conclusione di rapporti negoziali, (in tal senso si può rinviare a A. Chieppa Maggi, Commento sub art. 30 t.u.f., in Commentario Campobasso, Torino, 2002, I, p. 267; R. Costi e L. Enriques, op.cit., p. 58; Pagnoni, Commento sub art. 30, in Alpa e Capriglione (a cura di) Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, Torino, 1998, p. 323; Parella, Commento sub art. 30, in Frattini e Gasparri (a cura di) Commentario, Torino, 2012, p. 489-490; C. Rabitti Bedogni, Le offerte fuori sede e a distanza di strumenti e servizi finanziari dopo il d.lgs 23 luglio 1996, n. 415, in Capriglione (a cura di), La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari, Padova, 1997, p. 199-200.) che non sia quindi necessariamente seguita dal “collocamento”, da intendersi qui in senso lato come qualsiasi attività “distributiva” di prodotti e dei relativi contratti (in tal senso v. L. Enriques, op. cit.; R. Costi e L. Enriques, op. cit., p. 58; Parella, La disciplina speciale dell’offerta a distanza di “prodotti finanziari” e di “servizi di investimento”, in Dir. banc. merc. fin., 2000, I, p. 39-40; M. Maggiolo, Servizi ed attività d’investimento. Prestatori e prestazione, Milano, 2012, p. 307; C. Scognamiglio, Offerta fuori sede di strumenti finanziari e servizi d’investimento. Commercializzazione a distanza di servizi finanziari, in Gitti, Maugeri e Notari (a cura di) Contratti per l’impresa, II, Banca, mercati, società, Bologna, 2012, p. 207 ss., in particolare p. 208).

“prodotto” ove ciò avvenga nei confronti del “pubblico” (114), preoccupandosi l’ordinamento che ciò avvenga allora nel rispetto di criteri di trasparenza e correttezza.

Nel caso di “piattaforme” che provvedessero alla promozione e collocamento di “criptovalute” ricostruibili, per quanto detto sopra, (oltre che in termini di “valori mobiliari”) anche solo in termini di “prodotti finanziari” potrebbero dunque risultare applicabili entrambi i seguenti profili(115): la disciplina del “collocamento a distanza” e la

(114) Dovendo qui operare una più ampia accezione di “pubblico” di quella applicabile nell’ambito della disciplina dei “servizi d’investimento” e della “gestione collettiva del risparmio”. Con riguardo alla nozione di “pubblico” può rinviarsi per tutti a P. Marchetti, Note introduttive al testo unico delle leggi bancarie e creditizie, in Riv. Soc., 1993, p. 1160; M. Cera, Gli intermediari finanziari nel testo unico in materia bancaria, in Giur. Comm., 1995, I, p. 222; F. Volpe, L’esercizio nei confronti del pubblico dell’attività finanziaria, in Banca Borsa e Titoli, 2000, I, p. 643 ss.; P. Ferro-Luzzi, Lezioni di diritto bancario, Torino 2004, p. 129 ss.; G. Ferrarini, Sollecitazione del pubblico risparmio e quotazione in borsa, in Trattato delle società per azioni, vol. 10, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1993, p. 121 ss.; R. Costi, L’ordinamento bancario, Bologna, 2007, p. 203 ss. In relazione al diverso significato da attribuirsi al concetto di “pubblico” nell’ambito di disciplina della vecchia “sollecitazione” (ora “offerta al pubblico”) rispetto a quello utilizzabile in relazione ai servizi di investimento si rimanda oltre agli autori di cui sopra, a M. De Mari e L. Spada, Orientamenti in tema di intermediari e promotori finanziari, nota a sentenza, cit., p. 3322 ss., a commento della sentenza della Cass. n. 10243 del 4 agosto 2000. A favore di una nozione più rigorosa di “pubblico”, nell’ambito dei servizi di investimento e della gestione collettiva del risparmio, rispetto a quella operante nell’ambito della “offerta al pubblico” (ove si richiede che essa sia rivolta ad una pluralità di soggetti non individuati o individuabili ex ante con precisione); in tal senso cfr. P. Carrière, Il problematico inquadramento delle Investment Companies nel vigente quadro normativo del mercato finanziario, in Riv. Soc. 2007, p. 468. nonché G. Sandrelli, Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di “organismo di investimento collettivo del risparmio” a seguito dell’attuazione della direttiva sui fondi alternativi, in Riv. Soc., 2015, n.2/3, p. 398. L’Autore, osserva correttamente come sia fuorviante indicazione che può trarsi dal Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio, laddove si afferma che il “servizio di gestione collettiva del risparmio è organizzato per essere esercitato nei confronti di una platea indeterminata di soggetti...”; una interpretazione - smentita peraltro dalla stessa Banca d’Italia nel resoconto della Consultazione, laddove invece si parla più correttamente di “soggetti terzi rispetto al gestore” – che reintroducesse il più ampio concetto “classico” di “pubblico”, espunto dalla norma primaria, non può infatti condividersi.

(115) Negli orientamenti sin qui elaborati dalla Consob, nella sua opera di “vigilanza”, in materia di “criptovalute” può osservarsi una prevalenza della

disciplina della “offerta al pubblico” (la previgente “sollecitazione all’investimento”). E ciò sia nel caso in cui - come già visto sopra in relazione agli “strumenti finanziari”, in virtù del particolare atteggiarsi del fenomeno esaminato, in cui spesso sfumano si sovrappongono ruoli e funzioni - la “piattaforma” sia essa stessa ricostruibile in termini di “emittente”, ovvero di mero “intermediario”.

La disciplina di cui all’ art. 32 TUF si applica infatti, per esplicita disposizione prevista al comma 2, (oltre che, ovviamente, agli “strumenti finanziari”) anche ai “prodotti finanziari”, risultando disegnata nel rispetto dei medesimi principi previsti per l’ “offerta fuori sede” dall’ art. 30 TUF, prevedendosi allora che il collocamento a distanza debba (ex artt. 125 e seguenti Regolamento Intermediari) essere effettuato dai medesimi soggetti abilitati all’ offerta fuori sede e nel rispetto delle norme che disciplinano l’ offerta fuori sede.

La violazione della disciplina è oggi presidiata da un pesante apparato sanzionatorio, anche penale; costituisce infatti fattispecie criminosa di abusivismo ex art. 166 TUF, punita “con la reclusione da uno a otto anni e con la multa da euro quattromila a euro diecimila”, la condotta di chiunque, senza esservi abilitato “offre fuori sede, ovvero promuove o colloca mediante tecniche di comunicazione a distanza, prodotti finanziari o strumenti finanziari o servizi o attività di investimento”.

Venendo a considerare, infine, la disciplina dell’ “offerta al pubblico di prodotti finanziari”(116), come noto l’ ordinamento prevede una

prospettiva analitica relativa alla disciplina della “offerta pubblica” - essendo riscontrabili molteplici interventi sanzionatori diretti sopra tutto (innanzitutto) a reprimere le violazioni della disciplina informativa del “prospetto”. Viceversa la Consob non pare ancora aver avuto occasione di censurare il profilo della violazione della riserva e della disciplina del “collocamento” o della “promozione e collocamento” a distanza, ciò presumibilmente perché l’ intervento sanzionatorio si è arrestato alla fase preliminare della offerta, ovvero della sua “comunicazione”, senza che potesse essere considerata la fase successiva della prestazione dell’ attività riservata, essendo questa stata meritoriamente bloccata, “sul nascere”, dal tempestivo intervento dell’ autorità di vigilanza.

(116) Per “offerta al pubblico di prodotti finanziari” deve intendersi, ai sensi dell’ art. 1, comma 1, lettera t) TUF, “ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell’ offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati”.

articolata disciplina di pubblicità ed informazione - sottoposta al vaglio della CONSOB - incentrata sull'obbligo di redazione e pubblicazione di un "prospetto informativo" assai dettagliato redatto sulla base di schemi predisposti dalla stessa CONSOB; la violazione di tale disciplina comporta l'irrogazione delle pesanti sanzioni pecuniarie di cui all'art. 191 del TUF(117).

Anche qui - come confermato dalla recente giurisprudenza che già abbiamo avuto modo di richiamare, la quale, come visto, è intervenuta a decidere una vicenda che riguardava schemi negoziali aventi ad oggetto "opere d'arte" – prevale una nozione ampissima di "pubblico", a conferma di quello che è un consolidato orientamento: "nessun dubbio, poi, sulla destinazione al pubblico dell'offerta, posto che per la stessa non è necessario rivolgersi a strumenti di pubblicità di massa, apparendo sufficiente la destinazione ad una pluralità indifferenziata di soggetti"(118); la ratio della norma è, infatti, come evidente, da rinvenirsi nell'obiettivo di ampliare al massimo l'area delle operazioni di raccolta del risparmio sottoposte al controllo dell'Autorità di vigilanza e alla disciplina dell'informativa, in continuità rispetto a quanto già era originariamente previsto dall'art. 18 bis della legge n. 216/74 in materia di sollecitazione all'investimento in valori mobiliari(119), pur prevedendo il TUF una nutrita e articolata serie di "casi di inapplicabilità", in virtù dell'art. 100 TUF e dell'art. 34-ter ("casi di inapplicabilità ed esenzioni") del Regolamento Emittenti(120).

(117) "Chiunque effettua un'offerta al pubblico in violazione dell'articolo 94, comma 1, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro venticinquemila fino a euro cinque milioni". Questo è il caso di cui alla già citata Delibera n. 18443 del 17 gennaio 2013 che ha poi dato luogo al contenzioso sfociato nella sentenza della Cassazione civ. Sez. II, 12-03-2018, n. 5911, avverso il decreto n. 4027/2014 della Corte d'appello di Napoli, depositato il 29 agosto 2014.

(118) Così potendo già leggersi nel decreto n. 4027/2014 della Corte d'appello di Napoli, depositato il 29 agosto 2014.

(119) F. Annunziata, Commento sub art. 94, cit., p. 87-88.

(120) Quelle che più possono rilevare a nostri fini sono da individuare nelle offerte: a) rivolte ad un numero di soggetti inferiore a centocinquanta, diversi dagli investitori qualificati di cui alla successiva lettera b); b) rivolte a investitori qualificati; c) aventi ad oggetto prodotti finanziari il cui corrispettivo totale nell'Unione Europea, calcolato su un periodo di 12 mesi, è inferiore a 8.000.000 di euro; d) aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi da quelli indicati nelle lettere f) e g) per un corrispettivo totale di almeno 100.000 euro per investitore e per ogni offerta separata; ...omissis...;

Alla luce di quanto sin qui esposto, apparirà chiaro come l'analisi delle molteplici e variegate fattispecie che la realtà può presentare, non risulterà sempre facile l'applicazione della griglia ermeneutica sopra illustrata al fine di ritenere o meno ricostruibili le fattezze di un "prodotto finanziario"; qualora tale conclusione dovesse ritenersi esclusa con sicurezza (e ciò, ragionevolmente, in assenza di particolari pattuizioni negoziali e in virtù di una prevalenza dell'aspettativa del "godimento" delle criptovalute di tipo "monetario" o "utility" che ne costituiscono l'oggetto - rispetto a quello eventualmente secondario, non costituente elemento intrinseco dell'operazione, derivante dalle aspettative di rivalutazione del capitale investito) potrebbe allora concludersi per l'estraneità della fattispecie esaminata dalla disciplina settoriale dell'intermediazione finanziaria; in tal senso l'attività che avesse dunque ad oggetto criptovalute, sarebbe attività sottratta a qualsiasi riserva di legge e potrebbe essere svolta da qualsiasi soggetto al di fuori di qualsiasi quadro normativo specifico e senza il rispetto di particolari norme di comportamento e ciò anche quando costituisca oggetto di "offerta al pubblico" e/o non possa avvalersi delle apposite esenzioni.

Qualora, viceversa, la complessiva operazione manifestasse - come suo elemento intrinseco - la prevalenza dell'aspettativa di un rendimento finanziario avente gli illustrati caratteri qualificanti il "prodotto finanziario", si applicherebbe la relativa disciplina del TUF sopra illustrata. In tal senso, pur non parendo, in via generale, lo svolgimento dell'attività sottoposta a particolari riserve di legge - potendo quindi anche qui essere svolta da qualsiasi soggetto, - essa dovrebbe avvenire ciò non di meno nel rispetto di specifiche riserve e disposizioni normative, tutte le volte in cui tale "prodotto finanziario" risultasse "offerto" al pubblico o comunque offerto con "mezzi di comunicazione a distanza", pena l'applicabilità del severo apparato sanzionatorio di cui già si è detto. Al fine di escludere l'applicazione della disciplina dell'"offerta al pubblico", potrà poi, di volta in volta, valutarsi l'opportunità di strutturare l'accesso alla e l'operatività sulla "piattaforma" con modalità tali da rendere comunque eventualmente

e) aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi da quelli indicati nelle lettere f) e g) di valore nominale unitario minimo di almeno 100.000.