

X CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI  
UNIVERSITARI  
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"L'EVOLUZIONE TECNOLOGICA E IL DIRITTO COMMERCIALE"

Roma, 22-23 febbraio 2019

EDOARDO RULLI

**Incorporazione senza *res* e dematerializzazione senza accentratore:  
appunti sui *token*.**

SOMMARIO: 1. Una suggestione: i token sono una complessa fattispecie unitaria come quella dei titoli di credito. - 2. Dalla quasi-moneta al quasi-investimento. Evoluzione di una fattispecie intrinsecamente ibrida. Le possibili discipline di rilievo. - 3. Token e token virtuali. - 4. I token come genere ampio che contiene i *crypto-asset*. Una definizione di lavoro per chiarire il campo di indagine. - 5. Token. Le tassonomie sin qui elaborate con una precisazione (oltre ogni suggestione): categorie nuove richiedono nuovi sforzi interpretativi. - 6. Primi tentativi di inquadrare *Initial Coin Offering* (ICO) e *crypto-asset* nella disciplina europea dei mercati finanziari. - 7. L'approccio tedesco. I token possono essere strumenti finanziari. Necessità di una valutazione caso per caso. - 8. Il dibattito in Francia. I token non sono strumenti finanziari (con l'eccezione di alcuni derivati), ma potranno esserlo con la nuova disciplina paneuropea sul prospetto. - 9. Stati Uniti. I token sono *security* se il test di *Howey* è superato. Lo strano caso dei token che mutano natura nel corso dell'esistenza: strumenti finanziari al momento dell'emissione, *utility token* a impresa decentrata "compiuta" e senza amministratori (Ether). - 10. Primi orientamenti italiani: i token di investimento come «prodotti finanziari». - 11. Conclusioni. I token di investimento possono essere prodotti finanziari. Necessità del ricorso alla fattispecie dei titoli di credito per comprendere e descrivere i token. I token come valori mobiliari?

*1. Una suggestione: i token sono una complessa fattispecie unitaria come quella dei titoli di credito.*

Tra la fattispecie dei titoli di credito e quella dei token vi sono sorprendenti somiglianze in punto di genesi, di funzione e di sviluppo di nuovi canali di circolazione della ricchezza. I token, come i titoli di credito, rappresentano qualcosa, "incorporano" diritti, possono rappresentare un investimento, hanno attitudine alla circolazione. Così come i titoli di

credito, i token non nascono come categoria omogenea, non sono definiti a priori dalla legge, ma emergono da applicazioni concrete, diverse tra loro. Similmente ai titoli di credito, i token sono accomunati dal fatto di essere strumenti rappresentativi di una prestazione che è, o può essere, altrove nello spazio o nel tempo. A differenza dei titoli di credito, i token non sono incorporati in una *res*, ma hanno pur sempre bisogno di una *res* per essere conosciuti e utilizzati dall'intelletto umano: un telefono, un computer, un qualsiasi strumento tecnologico che ne agevoli l'umana percezione. Se non c'è incorporazione in senso fisico, può riconoscersene una in senso digitale.

Non c'è, non può esservi, *possesso* del token, che circola quindi secondo regole che non sono cartolari. Qui sta anche un punto di rottura con le regole della circolazione mobiliare. Non si tratta del primo, giacché si è da tempo assistito all'introduzione di regimi di circolazione dematerializzata intermediata<sup>1</sup>. Tuttavia, la dematerializzazione imposta *ex lege*, non ha nulla a che vedere con le nuove regole *convenzionali* che ulteriormente riducono il raggio d'azione del «congegno dell'acquisto della proprietà in virtù del possesso titolato di buona fede»<sup>2</sup>. Il trasferimento di un token, con i diritti che incorpora, o in esso iscritti, richiede un'azione umana, l'energia necessaria e uno strumento di calcolo e registrazione. A sostituire il momento della scritturazione intermediata può intervenire una banale password o un sistema basato sulla crittografia. La novità concettuale che si aggiunge alla "vecchia" dematerializzazione è che il trasferimento dei token avviene su mercati virtuali idealmente formati da una rete che si compone di "blocchi", generati e mantenuti in esistenza dalla potenza di calcolo dei computer dei partecipanti. Una rete-mercato che può sostituirsi tanto all'emittente che all'intermediario. Su questi mercati lo strumento finanziario, che fu titolo di credito<sup>3</sup>, si può essere scambiato

---

<sup>1</sup> P. SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, Torino, 3 ed., 2012, p. 9. Sulla categoria, M. LIBERTINI, *Profili tipologici e profili normativi nella teoria dei titoli di credito*, Milano, 1971 e, con riguardo ai problemi posti da dematerializzazione prima e digitalizzazione poi, ID., *I titoli di credito nella dottrina giuscommerciale italiana*, in *Impresa e Società nell'Opera di Antonio Pavone La Rosa*, a cura di V. Di Cataldo, *Quaderni Giur. Comm.* n. 416, 2017, p. 71 ss. Per una recente ricostruzione delle tesi su origini della categoria dei titoli di credito nonché su possesso, titolarità e funzione circolatoria v., anche per gli ulteriori riferimenti bibliografici, R. LENER, P. SPADA, *Commento sub art. 1992 c.c.*, in *Delle promesse unilaterali. Dei titoli di credito*, a cura di R. Lener, Comm. Gabrielli, Torino, 2015, in part. p. 121-127 e 131 ss.

<sup>2</sup> P. SPADA, *Introduzione*, cit., p. 19.

<sup>3</sup> Sulla fuga dell'azione dal modello titolo di credito v. G. GUIZZI, *Il titolo azionario come strumento di legittimazione*, Milano, 2000, p. 96, poiché l'iscrizione in conto tipica della

purché “si faccia token”, il che ovviamente non implica che il token sia rappresentato cartolarmente e nemmeno che sia *allestito da un intermediario*<sup>4</sup>.

Come i titoli di credito (vuoi la *litera cambi* di origine continentale, vuoi le *note* inglesi<sup>5</sup>), sotto il profilo dell'emersione della categoria, i primi token sono comparsi quali simboli rappresentativi di unità di valore concettualmente assimilabili al denaro (*cryptocurrency*/cripto valute digitali)<sup>6</sup>. Eppure, le prime valute digitali rappresentate da token non sono moneta, comunque non moneta emessa da una banca centrale<sup>7</sup>, ma valori attribuiti dall'ideatore di una tecnologia a coloro che le offrono supporto di calcolo, i *miner*, terminologia che ha autorizzato qualcuno a confrontare le prime valute digitali all'oro. Un accostamento non del tutto inappropriato visto che anche il minatore digitale ottiene valore in cambio di energia, solo che non si tratta di energia fisica ma di quella che serve per generare capacità di calcolo<sup>8</sup>.

---

circolazione intermediata dematerializzata nega la disciplina previgente (anche se la disciplina previgente continua a informare quella degli strumenti finanziari).

<sup>4</sup> L'espressione è di P. SPADA, *Introduzione*, cit., p. 128 e ss.

<sup>5</sup> Ci si riferisce ovviamente ad antecedenti storici dei titoli di credito, C. N DE ANGELIS, *I contratti commerciali nel periodo medioevale italiano: saggio storico*, Napoli, 1940, p. 95, ove ovviamente si richiamano anche le tesi opposte di coloro che ritengono che la *litera cambi* non si distinguesse dalle altre scritture private, salvo poi divenire cambiale alla metà del secolo XIX assumendo la qualità di titolo di credito formale. Sulle *note*, v. J.M. HOLDEN, *The history of negotiable instruments in English law*, Athlone, 1955, p. 70.

<sup>6</sup> La genesi dei biglietti di banca potrebbe confermare la bontà del parallelo, nonostante le evidenti differenze. Cfr. MOLLE, *I titoli di credito bancari*, Milano, 1972, p. 45. Del resto, in origine il biglietto di banca non aveva valore in sé, ma solo in rapporto ad altri beni, ed era emesso da una banca sul modello del buono, secondo un'idea di fondo (*i.e.* consentire lo scambio di beni non compresenti) che è poi quella che sostiene la categoria dei titoli di credito in senso stretto. Sul punto pure la discussione è sterminata, cfr. per l'essenziale P. SPADA, *La circolazione della "ricchezza assente" alla fine del millennio (Riflessioni sistematiche sui titoli di massa)*, in *Banca borsa*, 1999, I, p. 407.

<sup>7</sup> M. MANCINI, *Valute virtuali e Bitcoin*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1/2015, p. 117 e ss., in part. 120 e 136. Cfr. Anche BANCA CENTRALE EUROPEA, *Virtual Currency Schemes - a further analysis*, gennaio 2015, in part. p. 15 e ss. BANCA D'ITALIA, *Avvertenze sull'utilizzo delle cosiddette "valute virtuali"*, 30 gennaio 2015. Di recente, interessante la posizione di G. SÖDERBERG, *Are Bitcoin and other crypto-assets money?*, in *Economic Commentaries*, 2018, 5, p. 14 - rilevante perché l'Autore lavora per la banca centrale della Svezia, che è uno dei due paesi che sta testando una valuta decentralizzata.

<sup>8</sup> Non ci si occupa, in questa sede, del problema del consumo di energia da parte dei *miner*. Tra i primi a segnalare il problema v. M. GIMEIN, *Virtual Bitcoin mining is a real-world environmental disaster*, Bloomberg, 12 aprile 2013. Nel momento in cui si scrive, la sola attività di mining dei Bitcoin ha consumato un quantitativo di energia superiore a quella necessaria per soddisfare il fabbisogno energetico di paesi come il Perù o l'Iraq. Dati aggiornati sono disponibili su <https://digiconomist.net/bitcoin-energy-consumption>.

2. *Dalla quasi-moneta al quasi-investimento. Evoluzione di una fattispecie intrinsecamente ibrida. Le possibili discipline di rilievo.*

Se i primi token, come i primi titoli di credito, rappresentavano una somma di quasi-moneta, altri incorporano il diritto a ricevere una prestazione non immediatamente convertibile in un valore monetario, oppure diritti che possono definirsi di partecipazione a un investimento o di credito. Qui l'analisi del fenomeno si complica in vista della sua eventuale assimilabilità a un'altra evoluzione della fattispecie titoli di credito: gli strumenti finanziari. È quindi della massima importanza stabilire se, e in che misura, i token siano strumenti finanziari e, qualora lo siano, se lo siano in ogni caso. Le conseguenze di un'attrazione della categoria dei token, in tutto o in parte, in quella degli strumenti finanziari sarebbero di grande rilievo, anche pratico. In particolare, si dovrebbero applicare ai token le regole poste a protezione degli investitori e dell'integrità del mercato, come la disciplina del sistema MiFID<sup>9</sup> e quella sul prospetto informativo<sup>10</sup>.

Un altro profilo riguarda l'applicabilità o meno, a tutti o ad alcuni soltanto tra i token, della disciplina sui servizi di pagamento (PSD) e, in minor misura, vista la differenza concettuale tra elettronico e virtuale, quella della disciplina sulla moneta elettronica<sup>11</sup>. Sebbene la disciplina PSD non dovrebbe venire in rilievo per i token che conferiscono utilità (e.g. acquistare beni in anticipo rispetto alla reale commercializzazione, ottenere spazio di memoria etc), né per i token che si presentino come strumenti di partecipazione a un'impresa comune, la detta disciplina potrebbe tuttavia

---

<sup>9</sup> Il riferimento è alla direttiva 2004/39/CE e alla direttiva 2014/65/EU (MiFID II) e al regolamento UE n. 600/2014 (MiFIR).

<sup>10</sup> Disciplina che si pone in termini problematici perché si fonda non solo sul presupposto che a essere emesso sul mercato sia un prodotto finanziario, ma anche sulla qualità dell'emittente. Nell'ambito dei token, e in particolare con riferimento alle cripto monete virtuali (Bitcoin, Ether, Litecoin etc.), è piuttosto difficile individuare l'emittente, sempre che ve ne sia *uno solo* in senso tecnico giuridico.

<sup>11</sup> R. HOUBEN, *Bitcoin: there two sides to every coin*, ICCLR, Vol. 26, Issue 5, 2015, 193-208; N. VANDEZANDE, *Virtual currencies: a legal framework*, Anversa, Intersentia, 2018, p. 165 ss. Sui profili delle catene a blocchi digitali e sistemi di pagamento, v. COMMITTEE ON PAYMENTS AND MARKET INFRASTRUCTURES (CPMI), *Distributed ledger technology in payment, clearing and settlement – An analytical framework*, Febbraio 2017, <https://www.bis.org/cpmi/publ/d157.pdf>.

trovare applicazione con riguardo proprio a quei token che rappresentino valute virtuali strumentali solo a eseguire pagamenti.

Infine, i token possono essere assoggettati alla disciplina antiriciclaggio. Il problema è in parte affrontato dal quinto aggiornamento della direttiva europea in materia (AMLD5), pubblicata e da trasporre nell'ordinamento italiano entro il 2020. Essa introduce una definizione di «valute virtuali»<sup>12</sup>, la quale è però incentrata solo sulle necessità della disciplina di contrasto al riciclaggio e che non colma le lacune definitorie presenti in altri settori dell'ordinamento (MiFID, prospetto e PSD).

### 3. *Token e token virtuali.*

Con il termine *token* generalmente si identifica qualcosa che ha la funzione di rappresentare qualcos'altro, come un valore o un'informazione. Anche se la locuzione può apparire aliena, il concetto non è nuovo. I gettoni telefonici, oggi estinti, sono stati *token* rappresentativi di un valore monetario variabile nel tempo, corrispondente a uno scatto telefonico, cioè al diritto di parlare al telefono per un tempo in funzione della localizzazione del ricevente (chi non ricorda che le interurbane si facevano la sera tardi?). Oltre a rappresentare qualcosa, consentendone o facilitandone la trasferibilità, i token possono oggi incorporare informazioni complesse. La diffusione dell'internet banking ha imposto l'utilizzazione di token che generano chiavi di accesso personalizzate alle aree riservate dei siti delle banche. Ciò ha consentito a tutti di servirsi della sicurezza offerta dalla crittografia per compiere semplici operazioni dal proprio computer, senza recarsi presso una filiale. Peraltro, non solo nei casi appena citati, la legge riconosce il valore dell'identificazione informatica tramite token crittografico. Basti qui ricordare che, nell'ambito del processo telematico, l'avvocato da tempo può, e anzi deve, certificare la provenienza di atti e documenti tramite «smart card, chiavetta USB o altro dispositivo sicuro»<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> Nei termini che seguono: «una rappresentazione di valore digitale che non è emessa o garantita da una banca centrale o da un ente pubblico, non è necessariamente legata a una valuta legalmente istituita, non possiede lo status giuridico di valuta o moneta, ma è accettata da persone fisiche e giuridiche come mezzo di scambio e può essere trasferita, memorizzata e scambiata elettronicamente».

<sup>13</sup> Cfr. art. 6 del DM Giustizia 16 aprile 2014 (in Gazz. Uff., 30 aprile 2014, n. 99). Un altro riferimento normativo di rilievo nel settore dell'identificazione personale tramite Token è il c.d. Codice dell'Amministrazione Digitale, in particolare all'art. 6 del decreto legislativo 7 marzo 2005, n. 82.

Le funzioni ricordate, rappresentare e contenere informazioni, sono alla base anche dei token virtuali. Pur se hanno perduto ogni immediata materialità, i token virtuali *rappresentano qualcosa*. Si mostrano in forme digitali accattivanti, che consentono a chiunque abbia un telefono o un computer di essere visualizzate, trasferite, utilizzate per accedere ad aree riservate, compiere operazioni o ottenere la prestazione di servizi.

Proprio in ragione dell'evoluzione tecnologica che tende alla dematerializzazione dei beni e alla digitalizzazione delle possibili rappresentazioni di questi, il termine token è oggi associato al concetto di bene digitale (*digital asset*). Ove questo *asset* sia percepibile, rappresentabile e trasferibile attraverso chiavi crittografiche su di un registro o una rete decentrata, come la prima Blockchain per i Bitcoin, il bene digitale è descritto con il vocabolo *crypto-asset*. Nonostante l'inquietudine che il termine *crypto* incute, un *crypto-asset* è essenzialmente un codice o, meglio, la rappresentazione di un codice-sequenza che contiene informazioni. Questo può avere un valore in sé o incorporare il potenziale di produrre valore in base all'impiego dell'informazione contenuta nel token, *rectius*: rappresentata, dal token. In termini grafici, un *digital crypto-asset* può essere raffigurato come una sequenza di caratteri alfanumerici. La mera rappresentazione grafica che permette una visualizzazione del codice su carta, o su computer, ha però poco senso. Essa *non* rappresenta il bene digitale nel suo possibile sviluppo, esattamente come la rappresentazione cartolare della sequenza del genoma umano non rappresenta un essere vivente. Il paragone è ardito, ma la distanza tra rappresentazione semplificata e potenzialità di utilizzazione è enorme.

*4. I token come genere ampio che contiene i crypto-asset. Una definizione di lavoro per chiarire il campo di indagine.*

In generale i *crypto-asset*, di cui le criptovalute sono il più noto esempio, possono essere definiti come rappresentazioni digitali crittografate di un valore o del diritto a ricevere una prestazione contrattualmente stabilita. Tra le caratteristiche attribuibili a tutti i *crypto-asset* sono spesso indicate: la trasferibilità, la possibilità di essere detenuti dall'utente in un portafoglio (*e-wallet*) e la negoziabilità sul mercato digitale. Per rendere efficaci e, al contempo, pubblicamente disponibili queste

operazioni<sup>14</sup> si utilizza una qualche forma di registrazione digitale diffusa, i.e. *Distributed Ledger Technology*, in acronimo DLT (per rimanere sull'esempio del Bitcoin, la citata Blockchain)<sup>15</sup>. Il termine *crypto* deriva come detto dalla crittografia utilizzata per inviare e registrare, in modo sicuro<sup>16</sup> sul registro diffuso, l'informazione rilevante, quale ad esempio l'intervenuto trasferimento di un'unità di valore da un soggetto a un altro. In ragione di ciò, è lecito definire i *crypto-asset* come beni digitali, registrato in modo diffuso, attraverso meccanismi che impieghino la crittografia<sup>17</sup>. Ma se è vero che tutte le transazioni in *crypto-asset* insistono in qualche modo su registri diffusi, non è vero anche il contrario. Le tecniche DLT possono ben essere utilizzate per registrare operazioni diverse da quelle involgenti *crypto-asset*<sup>18</sup>. Ad esempio, DLT potrebbe essere utilizzata per registrare trasferimenti immobiliari, sempre che la legge del paese dove si trova l'immobile lo consenta<sup>19</sup>.

Così come non esiste una definizione condivisa di *crypto-asset*, non ne esiste una di token. I due termini non sono sovrapponibili, se non altro

---

<sup>14</sup> Nel trasferimento di cripto moneta il contratto e la pubblicità del contratto divengono la stessa cosa. Sul punto v. E. RULLI, *Le sfide della Blockchain ai giuristi*, in *Fintech: diritto, tecnologia e finanza*, (AA.VV.), Roma, 2018, p. 93 e 94.

<sup>15</sup> Come ben evidenziato in HM TREASURY, BANK OF ENGLAND, FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *Crypto-assets Taskforce: final report*, ottobre 2018.

<sup>16</sup> E' chiaro che il dibattito tecnologico che si innesta su questa affermazione impone al giurista di abbandonare il campo all'ingegnere informatico. Si può evidenziare però come esistano degli strumenti che consentono di forzare gli esiti evolutivi di una blockchain. E' noto un caso di *hard fork*, ossia di retrocessione forzata di una parte della catena a blocchi Ethereum a seguito del caso "The DAO" nel 2016 (su cui *infra*, nel paragrafo sugli Stati Uniti). La modifica unilaterale forzata per restituire un maltolto, infatti, deve essere condivisa da tutti i partecipanti alla catena a blocchi. Se qualche blocco non accetta la modifica, la catena si sdoppia. Poiché il tutto avviene al di fuori di un ordinamento positivo che imponga il da farsi, sta ai componenti della catena ritenere legittima quella originaria o quella modificata dall'*hard fork*. La questione era stata anticipata in 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*, 3, 2015, p. 420.

<sup>17</sup> Cfr. la definizione offerta dal FINANCIAL STABILITY BOARD: «a type of private asset that depends primarily on cryptography and distributed ledger or similar technology as part of their perceived or inherent value», da ultimo in *Crypto-asset markets Potential channels for future financial stability implications*, 10 ottobre 2018, p. 17.

<sup>18</sup> HM REVENUES AND CUSTOMS, *Crypto-assets for individuals*, Policy paper, 19 dicembre 2018.

<sup>19</sup> È chiaro che nella specie il trasferendo immobile potrebbe dover essere, come si dice, "tokenizzato", ossia rappresentato (anche) digitalmente da uno o più token, perché è la rappresentazione digitale che si appunta nel registro diffuso e non l'immobile *tout court* (ma non è forse così anche per i registri cartacei? E con l'internet delle cose, non è forse ipotizzabile che anche gli immobili siano essi stessi connessi alla rete?).

perché il campo semantico che il vocabolo token occupa è più ampio. Un token può rappresentare qualcosa anche al di fuori del digitale e può assumere materialità (il gettone), mentre i *crypto-asset* sono sempre virtuali. Peraltro, mentre un *crypto-asset* può sempre essere rappresentato da un token, non è detto che ogni *crypto-asset* debba essere rappresentato da un token. Per semplicità, in questo paper si utilizzerà il termine token come lemma generico e comprendente, ma non limitato a, tutti i *crypto-asset*.<sup>20</sup> Alcune indicazioni definitorie a supporto di questa impostazione, pur con qualche divergenza lessicale, sono state proposte nel corso del 2018 dal *Securities and Markets Stakeholder Group* (SMSG)<sup>21</sup> dell'ESMA, da alcune autorità del Regno Unito (*Bank of England, Financial Conduct Authority*)<sup>22</sup> e dall'Autorità federale svizzera di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA)<sup>23</sup>.

Nel rapporto SMSG il termine *crypto-asset* comprende cripto monete, valute virtuali e *asset* virtuali: «a broad term that encompasses many virtual assets and can be defined by opposing it to account-based assets»<sup>24</sup>. In questa definizione sta una delle caratteristiche peculiari del token come strumento digitale rappresentativo di un valore. Mentre i registri accentrati degli emittenti titoli di credito nominativi, prima e, poi, i registri degli emittenti strumenti finanziari si fondavano sul principio per cui si deve poter verificare l'identità del titolare dello strumento, nell'economia dei token ciò che conta è la validità del token in sé, un po' come per le banconote e per i titoli al portatore. Ciò per un'eterogeneità dei fini, forse riavvicina la categoria ai titoli di credito che nel primo paragrafo abbiamo distinto dai

---

<sup>20</sup> Vi sono altri approcci, v. ad esempio E&Y, *Accounting for crypto-assets*, 2018, p. 5 che distingue tra criptovalute virtuali, che si caratterizzano per l'essere preordinate allo scambio e al pagamento e altri token, intesi come *crypto-asset* diversi dalle cripto valute.

<sup>21</sup> ESMA SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP, *Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 19 ottobre 2018, secondo cui «crypto asset as a generic term for crypto currencies, virtual currencies, virtual assets and digital tokens», disponibile su [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu) e non superato dal rapporto datato 9 gennaio 2019 predisposto della stessa ESMA sulla material che ci occupa *infra*).

<sup>22</sup> HM TREASURY, BANK OF ENGLAND, FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *Crypto-assets Taskforce: final report*, cit., p. 11.

<sup>23</sup> FINMA, *Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle initial coin offering (ICO)*, febbraio 2018, ovviamente disponibile anche in italiano sul sito dell'autorità, v. <https://www.finma.ch/it/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>

<sup>24</sup> ESMA SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP, *Own Initiative Report*, cit. secondo cui «crypto asset as a generic term for crypto currencies, virtual currencies, virtual assets and digital tokens».

token proprio per l'impossibilità di predicarsi dei secondi il possesso. Emerge però un'ulteriore differenza: al contrario di banconote e titoli non nominativi, i token basati su sistemi crittografici recano, oltre ai numerosi svantaggi legati alla possibilità di nascondere il *titolare effettivo* – come si dice nel linguaggio antiriciclaggio - del valore, il sicuro vantaggio di essere garantiti in punto di sicurezza da chiavi crittografiche; il che, se non evita, comunque comprime la possibilità di smarrimento, furto, ed errore nell'attribuzione di valore<sup>25</sup>.

5. *Token. Le tassonomie sin qui elaborate con una precisazione (oltre ogni suggestione): categorie nuove richiedono nuovi sforzi interpretativi.*

Tra le tassonomie sino a oggi proposte, sembra appropriata all'indagine quella che distingue i token in base alla funzione economica. La seguente tripartizione è oggi largamente condivisa<sup>26</sup>:

(i) Token di pagamento (*payment token o cryptocurrency*), con ciò intendendosi i token che siano suscettibili di essere utilizzati, appena emessi o in un prossimo futuro, come mezzo di pagamento per acquistare beni o servizi. Caratteristiche dei token di pagamento sono l'attitudine a svolgere la funzione solutoria propria della moneta, pur non essendo moneta. Un'altra caratteristica ricorrente dei token di pagamento è che non conferiscono al detentore alcun diritto nei confronti dell'emittente. Questi nel caso di criptomonete può anche sfumare sino a scomparire (ma meglio sembra ritenere che esista in una forma diffusa o decentrata, sconosciuta all'ordinamento, salvo la riconduzione alla categoria della società di fatto). Sono esempi di token di pagamento: Bitcoin, Litecoin, Ether.

(ii) Token di accesso a un servizio o altra utilità (*utility token*). Si tratta dei token che offrono accesso a un servizio digitale o che conferiscono altro vantaggio al titolare attraverso una infrastruttura digitale (e.g. il sottoscrittore del token ottiene spazio di memoria su un disco diffuso o condiviso). Può anche trattarsi di qualcosa di molto simile a *voucher* elettronici che incorporano digitalmente il diritto a ricevere una prestazione, come un *facere*, o comunque una prestazione materiale o immateriale diversa da un ricavo. Moltissimi sono gli utility token

---

<sup>25</sup> Ma vedi ancora nt. 16. La questione fa venire il dubbio a chi scrive che la richiamata *hard fork*, poi, sia riconducibile a una forma di ammortamento convenzionale.

<sup>26</sup> L'impostazione si trae da tutti i primi studi e documenti dai regolatori sin qui richiamati (cfr. paragrafo che precede), nonché da ESMA ed EBA (v. *infra*).

acquistabili nell'ambito dei videogiochi: l'utente finanzia l'intrapresa di programmazione del gioco e ottiene dei gettoni virtuali che nell'ambito del gioco medesimo lo favoriscono rispetto ad altri giocatori. Come tali gli utility token si avvicinano più alla figura informale del buono che a quella del prodotto o dello strumento finanziario. È un esempio di token di utilità Filecoin.

(iii) Token di investimento (*asset token* o *security token*<sup>27</sup>), nei quali il token rappresenta un bene di investimento, come uno strumento di debito, di capitale o un derivato. Esso conferisce il diritto a ricevere una prestazione patrimoniale da un emittente di qualche tipo (anche diffuso) secondo le categorie rischio/rendimento, ma per via tutta digitale. Ne costituisce un esempio *Polybius*, token attribuito ai sostenitori del progetto *Polybius Bank*<sup>28</sup>. In questa categoria possono rientrare anche i token che rappresentano unità di valore corrispondenti a un bene materiale digitalizzato ("tokenizzato"). Ad esempio, si può immaginare che il valore di uno o più beni immobili siano suddiviso in token che ne rappresentano digitalmente, appunto, frazioni di valore, come accade oggi nella realtà economica dei fondi immobiliari.

La tassonomia che precede resta puramente descrittiva. Ogni classificazione operata in conformità a categorie che pre-esistono al fenomeno dei token, pur offrendo coordinate interpretative, non può essere seguita pedissequamente, pena il rischio per l'interprete di restare intrappolato in definizioni dell'esistente incapaci di inquadrare il nuovo. Il ricorso a categorie come azione, obbligazione, mezzo di pagamento può, offrire appigli concettuali, ma anche complicare l'individuazione di token ibridi. Sfuggono alle categorie elencate quei token che *incorporano* digitalmente un valore che per il detentore può assolvere una funzione diversa da quella per cui era stato progettato. L'esempio è dato dai token di pagamento che si propongono come strumenti solutori e divengono attivi

---

<sup>27</sup> Qui *security token* ha un significato diverso da token di sicurezza, nel senso che il termine *security* va tradotto come strumento finanziario o comunque di investimento.

<sup>28</sup> Qui c'è un emittente, la *Polybius Foundation* il cui progetto imprenditoriale è costituire una banca tradizionale ma senza sede fisica né sportelli reali. La raccolta di capitali, con *Initial Coin Offering*, nel giugno 2017 ha richiamato investitori che hanno "conferito" oltre trenta milioni di dollari. All'apparenza, i *crypto-asset* non conferiscono diritti amministrativi. Cfr. K. WERBACH, *The Blockchain and the New Architecture of Trust*, MIT Press 2018, p. 128.

con un mercato in alcuni casi fiorentissimo<sup>29</sup>. Nulla esclude che anche token di utilità, come i citati Filecoin, possono essere “minati” e poi detenuti dal *miner* a scopo di investimento<sup>30</sup>. Si deve quindi anche avere riguardo alla funzione economica che i token svolgono, almeno quando ne svolgano una<sup>31</sup>.

6. *Primi tentativi di inquadrare Initial Coin Offering (ICO) e crypto-asset nella disciplina europea dei mercati finanziari.*

L'emersione dei token si lega all'inarrestabile ascesa di un nuovo modello di raccolta del risparmio, le *Initial Coin Offerings* (ICO). Una raccolta:

(i) decentrata o, almeno, non necessariamente implicante la presenza di un emittente immediatamente riconoscibile;

(ii) digitale, non solo nel senso di dematerializzata, ma giammai cartolare né connotata da alcuna realtà;

(iii) a-territoriale, perchè l'offerta interviene in un ambiente virtuale come l'internet (*internet-based financial market*<sup>32</sup>); eppure

---

<sup>29</sup> Il tema è investigato sotto il profilo economico H. ELENDRER, S. TRIMBORN, B. ONG, T.M. LEE, *The Cross-Section of Crypto-Currencies as Financial Assets: Investing in Crypto-Currencies Beyond Bitcoin*, in *Handbook of Blockchain, Digital Finance, and Inclusion*, 2018, v. 1, pp. 145 e ss.

<sup>30</sup> Cfr. Filecoin, il token che viene attribuito ai miner del progetto, un network decentrato per la condivisione di memoria su disco. In sostanza i miner mettono a disposizione spazio su disco e ricevono Filecoin con i quali possono acquistare altri token (Bitcoin, Ether) oppure altro spazio nell'ambito del sistema Filecoin. Pur trattandosi di un token tipicamente di utilità, il *whitepaper* dice apertamente che i Filecoin possono essere detenuti dagli utenti come riserva di valore o investimento, cfr. <https://filecoin.io>

<sup>31</sup> Tra i regolatori e gli standard setter internazionali e' in corso da tempo un vivace dibattito sulle criptovalute. La posizione di scetticismo piu' diffusa muove da una considerazione: le criptovalute non servono a niente perche' non risolvono alcun problema. Di piu', l'anonimato che esse possono garantire e la volatilita' del loro valore suggeriscono che esse siano foriere di nuovi e ulteriori problemi di cui i mercati, valutari e finanziari, non hanno bisogno. V. A. CARSTENS, *My message to young people: stop trying to create money*, discorso/intervista del 25 giugno 2018 sul sito della Banca per i regolamenti internazionali: "cryptocurrencies are, in a nutshell, a bubble, a Ponzi scheme and an environmental disaster"; B. CŒURÉ, *The new frontier of payments and market infrastructure: on cryptos, cyber and CCPs*, 15 novembre 2018, v. sito della Banca centrale europea.

<sup>32</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Crypto-asset*, Report to the G20 on work by the FSB and standard-setting bodies, 16 luglio 2018, p. 6.

(iv) transnazionale, nel senso che di là dall'essere rivolta a soggetti che risiedono in più di un territorio-ordinamento, essa non si lega a nessun ordinamento in particolare, ma a tutti e a nessuno al contempo<sup>33</sup>.

Vi sono alcune forme ricorrenti nel processo di collocamento. Il mercato sembra ritenere imprescindibile una forma di prospetto *sui generis* che prende il nome di *white paper*, il quale permette agli esperti del settore di conoscere le caratteristiche del progetto, ma certo non assolve alle funzioni di tutela del risparmio, trasparenza e integrità del mercato cui mira la disciplina sul prospetto informativo. In un contesto siffatto è naturale che i regolatori si chiedano se questa fattispecie integri quella dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari. Ma anche ove una ICO non sia il presupposto del collocamento, i regolatori sono chiamati a stabilire se i token siano prodotti, strumenti finanziari o altra fattispecie di rilievo per la disciplina positiva.

Con due documenti pubblicati il 9 gennaio 2019, la *European Banking Authority* (EBA) e la *European Securities and Market Authority* (ESMA) hanno aderito alla tripartizione a contenuto descrittivo ricordata<sup>34</sup>. Entrambe muovono dal presupposto che non esiste una definizione europea di *crypto-asset* e tentano di fare un po' di chiarezza senza però offrire strumenti di rango normativo, nemmeno nella forma di *soft law*, prendendo entrambe le comunicazioni la forma del mero avviso alla Commissione europea. Con riguardo al campo di indagine di questo scritto, è importante esaminare la comunicazione dell'ESMA<sup>35</sup>. In primo luogo, l'autorità ricorda la definizione di strumento finanziario (*financial instrument*) e quella di valore

---

<sup>33</sup> Di talché le ICO non seguono il modello legale di alcun ordinamento, con la conseguenza che agli Stati non resta che agire di rimessa, vietandole tutte come *fattispecie* (Cina, Sud Corea) o alcune (Stati Uniti, Stati dell'Unione europea), secondo una logica caso per caso (e forse talvolta casuale), ove poste in essere in violazione di disposizioni di legge esistenti. Sul divieto in Cina, che aveva chiuso il mercato dei Bitcoin già alla fine del 2017, e poi ha bandito tutte i *crypto-asset*, v. cfr. D. A. ZETZSCHE, R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, L. FÖHR, *The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators*. University of Luxembourg Law Working Paper, (11), 2017, pp. 17-83. Per una panoramica, K. LANGENBUCHER, *Initial coin offerings - where do we stand and should we move?*, *Revue Trimestrielle Droit Financier*, 2018, p. 40 ss.

<sup>34</sup> ESMA, *Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 9 gennaio 2018, EBA, *Report with advice for the European Commission on crypto-asset*, 9 gennaio 2018.

<sup>35</sup> Non si può qui entrare nel merito della comunicazione dell'EBA, che chiarisce ancora una volta come le cripto monete non siano monete aventi corso legale, né moneta elettronica e ricorda che la categoria delle valute virtuali (crittografiche o meno) vanno soggette alla disciplina antiriciclaggio.

mobiliare (*transferable security*)<sup>36</sup>. Poi evidenzia come tali definizioni implicino la necessaria compresenza dei caratteri della standardizzazione, della trasferibilità e della negoziabilità sul mercato. Caratteri di cui, secondo l'ESMA, un certo numero di token in circolazione sarebbero in possesso<sup>37</sup>, con evidenti implicazioni per l'applicazione (i) della direttiva sul prospetto (2003/71/CE)<sup>38</sup> nel caso i token siano *transferable securities*, (ii) della direttiva trasparenza (2013/50/UE), che troverebbe in ipotesi applicazione ove i token fossero ammessi alle negoziazioni su di un mercato, (iii) del sistema MiFID, nel caso i token ricadano nella nozione di strumento finanziario, ivi inclusa la disciplina degli intermediari e quella dei mercati (anche *multilateral trading facility* - di seguito MTF), (iv) del regolamento in materia di abusi di mercato (2014/596/UE, MAR), ove il token sia uno strumento finanziario, (v) nonché delle discipline in materia di vendite allo scoperto, di regolamenti (*settlement finality directive*), nonché la direttiva UCITS e/o quella sui manager dei fondi alternativi (AIFMD).

Le conclusioni dell'ESMA sono essenzialmente due. La prima è che il fenomeno dei *crypto-asset* non ha al momento dimensioni tali da determinare rischi per la stabilità finanziaria. La seconda è che nonostante la dimensione per ora limitata, i *crypto-asset* possono già porre, e anzi pongono, rischi per la protezione degli investitori europei<sup>39</sup>. L'ESMA non indaga il problema del carattere a-territoriale degli operatori del mercato

---

<sup>36</sup> Rispettivamente: (i) l'art. 4(1)(15) MiFID II, che fa riferimento alla nota lista, copiata e incollata nel t.u.f., che contiene valori mobiliari, strumenti del mercato monetario, quote di fondi ed è ritenuta un *numerus clausus* e (ii) l'art. 4(1)(44) MiFID II, che richiama le classi di valori negoziabili sul mercato dei capitali come *ad esempio* le azioni, le obbligazioni e simili.

<sup>37</sup> Per stendere il rapporto ESMA ha svolto una consultazione con le autorità degli Stati membri prendendo a campione sei esempi di token (di pagamento, di investimento e di utilità), con esclusione di Bitcoin. Le autorità degli stati UE avrebbero individuato nella maggior parte di essi i caratteri dello strumento finanziario (secondo ESMA il campione potrebbe corrispondere ad una quota di mercato dei token pari al 10 - 30%: un numero significativo).

<sup>38</sup> Che si applicherà, come si tornerà a dire, sino al 21 luglio 2019, data di efficacia delle nuove disposizioni del Regolamento 2017/1129/UE sul prospetto, destinato a prevalere sulle discipline nazionali.

<sup>39</sup> Benché non vi sia attenzione particolare al profilo, un aspetto che presenterà difficoltà nella disciplina del fenomeno è il nuovo paradigma dell'asimmetria informativa che è intrinseco al mercato e ai prodotti di che trattasi. Con i *crypto-asset* emerge una forma di asimmetria informativa che è ben più grave e difficile da correggere in quanto relativa non già alla mancata conoscenza di una o più informazioni specifiche (correggibile con gli obblighi informativi MiFID), ma all'ignoranza di un metodo, di un sistema, di un mondo: il virtuale.

dei token. Auspica l'avvento di una disciplina europea<sup>40</sup>, ma pure rileva che una regolamentazione rigida potrebbe pregiudicare la crescita di un mercato europeo di questi strumenti. In assenza di disciplina dell'Unione, l'analisi non può che proseguire avendo riguardo agli approcci che alcuni ordinamenti hanno nei confronti dei token.

7. *L'approccio tedesco. I token possono essere strumenti finanziari. Necessità di una valutazione caso per caso.*

Per quanto riguarda i token di pagamento, sin dal 2013 *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin) ha ricondotto i Bitcoin alla fattispecie delle unità di conto (*Rechnungseinheiten*). Queste sono strumenti finanziari ai sensi della legge bancaria (*Gesetz über das Kreditwesen*, d'ora in avanti "KWG")<sup>41</sup>, ma non anche delle disposizioni contenute nella disciplina di derivazione MiFID. Di conseguenza, secondo BaFin, l'intermediazione di Bitcoin in Germania è sottoposta a riserva di attività, in particolare per quanto concerne le attività di cambio con valute aventi corso legale<sup>42</sup>; anche se una recentissima sentenza sembrerebbe aver sconfessato la tesi<sup>43</sup>.

---

<sup>40</sup> E' vero che a livello europeo esiste una notissima pronuncia avente a oggetto Bitcoin (Corte giustizia UE sez. V, 22/10/2015, n.264), ma essa è di scarso aiuto con riguardo al tema di questo scritto, vertendo tale decisione sul regime IVA delle operazioni di cambio della valuta virtuale. Si legge in *Diritto & Giustizia*, f. 39, 2015, p. 11, nota di NOCERA.

<sup>41</sup> Sono *Finanzinstrument* ai sensi di §1(11) KWG: *Aktien, Vermögenanlagen, Schuldtitel, sonstige Rechte, Anteile an Investmentvermögen, Geldmarktinstrumente, Devisen, Rechnungseinheiten* e *Emissionszertifikate* (i.e. azioni, obbligazioni, altri strumenti di debito, quote di fondi di investimento, strumenti del mercato monetario, valuta estera, unità di conto, certificati di emissione).

<sup>42</sup> Nel paper citato, Bafin chiarisce che l'attività di cambio di bitcoin in euro richiede l'autorizzazione ai sensi del §32(1) KWG. Ove il servizio si configuri come negoziazione per conto terzi e il prestatore richieda una commissione, è comunque necessaria una autorizzazione ai sensi del §1(1) n. 4 KWG.

<sup>43</sup> *Kammergericht* Berlin, 25 Settembre 2018, Az.: (4) 161 Ss 28/18 (35/18). Disponibile su: <https://www.online-und-recht.de/> La sentenza è di particolare importanza non solo perché giunge a conclusioni diverse da quelle cui era giunto il regolatore, ma anche perché riforma la sentenza di primo grado, che aveva invece ritenuto integrata la fattispecie incriminatrice, dipendente dalla qualifica dei Bitcoin quali unità di conto. In particolare, il giudice di appello ha ritenuto che Bitcoin non fosse assimilabile a tale fattispecie, analoga alla valuta straniera, poiché la nozione di unità di implica che lo strumento costituisca una unità di valore per l'acquisto di beni o servizi, eventualmente avente valore legale in territori diversi da quello tedesco. Non è il caso dei Bitcoin che, oltre a non riferirsi a un territorio *altro*, non potrebbe essere unità di conto pure in ragione della sua elevata volatilità e della sua imprevedibile longevità (il "sistema" potrebbe collassare domani, non esistendo una garanzia circa la conservazione del suo valore). Secondo principi ben noti

Con riguardo ai token di investimento, il discorso è in parte diverso. Nel febbraio del 2018, BaFin ha pubblicato una circolare su token ICO<sup>44</sup>. In tale sede si afferma che i token *possono* qualificarsi, in base a valutazioni caso per caso, come strumenti finanziari. In un più recente documento<sup>45</sup>, l'autorità sembra accedere alla nota tripartizione dei token (*payment token, investment token, utility token*) pur non negando il ricorrere, nella prassi, di fenomeni di ibridazione. Si chiarisce che la legge tedesca non vieta le offerte pubbliche, né la promozione o la negoziazione di token sulla base di contrattazioni bilaterali o intermedie. Si aggiunge, e il punto qui interessa, che se un token è uno strumento finanziario, si deve applicare la disciplina del prospetto per le offerte, quella delle MiFID per l'intermediazione e per la negoziazione. Per quanto riguarda i token di investimento, quelli che presentino i caratteri degli strumenti di capitale o di debito possono rientrare nella nozione di strumento finanziario nel senso della legge tedesca su mercati e strumenti finanziari (*Wertpapierhandelsgesetz*, innanzi "WpHG", ossia la disciplina che comprende le disposizioni di trasposizione MiFID II). Come accennato, il concetto di strumento finanziario di cui al KWG non è identico a quello enunciato dal WpHG. Sicché, se si prende il WpHG<sup>46</sup>, per qualificarsi come strumento finanziario un token deve essere: (i) trasferibile; (ii) negoziabile sul mercato dei capitali; (iii) incorporare uno o più diritti di natura partecipativa sul modello delle azioni o delle obbligazioni. Al ricorrere di tali requisiti, i token sarebbero strumenti finanziari ai sensi del WpHG<sup>47</sup> e andrebbero soggetti alla relativa disciplina,

---

nel nostro ordinamento, la sentenza non è vincolante per l'interpretazione di BaFin, sicché non sembra lecito concludere che i Bitcoin siano, ora, in Germania liberamente commerciabili. A maggior ragione tale conclusione sarebbe fallace ove estesa alla categoria dei token di pagamento *tout court*, restando necessaria una analisi caso per caso.

<sup>44</sup> Circolare del 20 febbraio 2018 BaFin, riferimento WA 11-QB 4100-2017/0010). Disponibile online su <https://www.bafin.de/dok/10506450> non ha offerto, almeno non apertamente, una categorizzazione dei token.

<sup>45</sup> BAFIN, *Blockchain Technology – Thoughts on Regulation*, nella serie biennale BaFin Perspectives, 1 agosto 2018, disponibile sul sito dell'autorità di vigilanza.

<sup>46</sup> Cfr. §2 (1) WpHG e, ovviamente, l'art. 4(1) n. 44 MiFID II.

<sup>47</sup> Ancorché ciò complichino ulteriormente il quadro, non può escludersi che in Germania i token possono qualificarsi come titoli di capitale ai sensi della disciplina sugli investimenti in capitale (*Vermögensanlagengesetz*, in acronimo, "VermAnlG"). La questione definitiva, con particolare riguardo al dibattito tedesco, è molto ben ricostruita in P. HACKER, C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *European Company and Financial Law Review*, 2018, 15(4), p. 648.

nonché a quella sul prospetto (*Wertpapierprospektgesetz*, innanzi “WpPG”)<sup>48</sup>. Seguendo questa impostazione, è chiaro che i token che siano offerti sul mercato come strumenti digitali che incorporano il diritto a ricevere una prestazione conseguente all’investimento, sul modello delle azioni o delle obbligazioni, sono molto probabilmente riconducibili nell’alveo della fattispecie strumenti finanziari (*Wertpapier*<sup>49</sup>, nel senso originario più vicino al concetto di titolo di massa: sul punto si tornerà nelle conclusioni). Resta pur sempre da verificare, caso per caso, se la negoziabilità su di un cripto mercato diverso dalle ordinarie sedi di negoziazione, integri il requisito della negoziabilità sul mercato dei capitali. La questione in Germania non è di secondaria importanza. L’esistenza di un mercato regolamentato, o di un mercato comunque regolato dalla legge o dal contratto, è rilevante perché la categoria degli strumenti finanziari, influenzata come in Italia da alcune costruzioni concettuali di un passato cartolare, riconosce nell’attitudine alla circolazione secondo la regola possesso di buona fede un requisito del carattere della negoziabilità. Questo implica non solo che uno strumento finanziario sia *trasferibile*, ma che possa in concreto essere trasferito secondo regole certe, cosa che avviene su di un mercato regolamentato e che può non avvenire, almeno non allo stesso modo, su di uno regolato da convenzione. Poiché i token sono un fenomeno nuovo, è dubbio se a essi e ai loro mercati *sui generis* si applichi la disciplina positiva dell’acquisto di buona fede, che vale per i valori mobiliari, e si evolve nelle regole della circolazione scritturale per i loro successori, gli strumenti finanziari. Proprio per l’assenza di regole imperative sul punto, alcuni autori sostengono che i token, non potendo negoziarsi su mercati riconosciuti dalla legge, potrebbero rientrare nella nozione di investimenti disciplinati dal *VermAnlG*<sup>50</sup>. La valutazione, comunque, si fa caso per caso: se, in concreto, i token sono come strumenti finanziari o di investimento si

---

<sup>48</sup> Che verrà sostituita da quella contenuta nel nuovo Regolamento europeo sul prospetto dal 21 luglio 2019.

<sup>49</sup> *Rectius*: di valore mobiliare, *Wertpapier*, che identifica «l’avente diritto ad una prestazione nel caso di contrattazione di massa (*Rektapa-piere*) e le carte valore dotate di fede pubblica (*Wertpapiere öffentlichen Glaubens*), destinate, cioè, alla circolazione e, potenzialmente, ai mercati». Così v. M. COSSU, P. SPADA, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente - divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca borsa*, 2010, I, p. 403.

<sup>50</sup> M. JÜNEMANN, J.S. WIRTZ, *Arten und Regulierung von Token*, 7 febbraio 2018. Un concetto assimilabile a quello di cui all’art. 93 *bis* t.u.f. in materia di offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita, ove «titoli di capitale» significa azioni e altri strumenti negoziabili equivalenti.

applichera' la relativa disciplina, ma resta l'obbligo di pubblicazione di un prospetto (nelle forme piu' o meno semplificate previste dalla legge<sup>51</sup>).

8. *Il dibattito in Francia. I token non sono strumenti finanziari (con l'eccezione di alcuni derivati), ma potranno esserlo con la nuova disciplina paneuropea sul prospetto.*

Secondo la dottrina francese prevalente, le criptomonete, e quindi i token di pagamento, non sono moneta, né moneta elettronica, né strumento finanziario<sup>52</sup>. Con riguardo a questi ultimi, nessun token, tampoco quelli di investimento, sarebbe sussumibile nei tipi enumerati dall'art. L. 211-1 *Code monétaire et financier*: azioni, obbligazioni, quote di fondi etc <sup>53</sup>. Ciononostante, l'autorità di vigilanza sui mercati finanziari (AMF), in un documento del 2018 ha evidenziato come, non esistendo una definizione "chiusa" di derivato nell'ordinamento francese, alcuni token il cui valore sia collegato a un sottostante potrebbero rientrare nella categoria e quindi divenire strumenti finanziari<sup>54</sup> (cfr. l'analogia impostazione del Regno Unito<sup>55</sup>).

In tempi recentissimi, una voce autorevole nell'ambiente della supervisione ha comunque evidenziato che ove un token di investimento conferisca diritti assimilabili a quelli conferiti da una delle tre fattispecie richiamate dall'art. 211-1 *Code monétaire et financier*, andrebbe soggetto alla relativa disciplina<sup>56</sup>. Il quadro in Francia è destinato a mutare con l'entrata

---

<sup>51</sup> BAFIN, *Initial Coin Offerings: Hinweisschreiben zur Einordnung als Finanzinstrumente*, 20 febbraio 2018, <https://www.bafin.de/dok/10506450>

<sup>52</sup> See H. DE VAUPLANE, *L'analyse juridique du bitcoin – Rapport moral sur l'argent dans le monde*, 2014, p. 351.; F. LACROIX, *Les places financières alternatives: propos relatifs aux approches réglementaires concernant les plateformes de crowdfunding et d'échange de bitcoins*, *Internet, espace d'interrégulation*, Dalloz, 2016, *passim*; D. GEIBEN, O. JEAN-MARIE, T. VERBIEST, J-F VILOTTE, *Bitcoin et Blockchain: vers un nouveau paradigme de la confiance numérique*, RB Edition, 2016, p. 73; M. ROUSSILLE, *Le bitcoin: objet juridique non identifié*, in *Banque & Droit*, 2015, n. 159.

<sup>53</sup> Articolo L. 211-1 – «I. Les instruments financiers sont les titres financiers et les contrats financiers. II. – Les titres financiers sont: 1. Les titres de capital émis par les sociétés par actions; 2. Les titres de créance; 3. Les parts ou actions d'organismes de placement collectif. III. – Les contrats financiers, également dénommés "instruments financiers à terme", sont les contrats à terme qui figurent sur une liste fixée par décret. IV. – Les effets de commerce et les bons de caisse ne sont pas des instruments financiers».

<sup>54</sup> AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Analysis of the legal qualification of cryptocurrency derivatives*, 23 marzo 2018.

<sup>55</sup> FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *Statement on the requirement for firms offering cryptocurrency derivatives to be authorised*, 6 aprile 2014.

<sup>56</sup> R. OPHELE, "Virtual Currencies" *fact-finding mission set up by the National Assembly Finance Committee Chairman*, 25 aprile 2018, disponibile sul sito dell'AMF.

in vigore, a luglio 2019, della nuova disciplina europea in materia di prospetto. Il nuovo regolamento, che sostituisce una direttiva che ha sin qui lasciato spazio alle definizioni nazionali francesi, lega l'obbligo di pubblicare un prospetto alla nozione di *transferable security* di cui all'articolo 4(1)(44) della MiFID II, e cioè ai «valori mobiliari», intesi come ampia e aperta categoria di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali. Donde la negoziabilità come carattere fondamentale: il punto è determinante in Francia come in Germania e vi si tornerà nelle conclusioni. Questa osservazione dimostra come la reintroduzione del termine *valeurs mobilières* (traduzione in francese di *transferable security*) in luogo di *instruments financiers* può avere l'effetto, in Francia, di riaprire la categoria e applicare ai token di investimento (come sembra doveroso) la disciplina del prospetto.

Con riguardo ai token di pagamento, conviene anche qui richiamare l'orientamento secondo cui le criptomonete possono essere considerate come attivi speculativi «Bitcoin est l'un des *actifs spéculatifs*, parfois qualifiés à tort de "monnaies" virtuelles ou "crypto-monnaies", qui existent actuellement dans le monde. Il s'échange en ligne et n'est matérialisé par aucune pièce ou billet»<sup>57</sup>. Una conclusione, questa, che sembrerebbe autorizzare riflessioni circa l'attitudine anche delle criptomonete, almeno di quelle con più efficienti e ampi mercati, a circolare come titoli digitali di investimento. Qui, però, la questione centrale riguarda non solo la negoziabilità, ma anche la funzione dello strumento e, forse, la causa del rapporto in base al quale il relativo token è emesso o trasferito.

9. *Stati Uniti. I token sono security se il test di Howey è superato. Lo strano caso dei token che mutano natura nel corso dell'esistenza: strumenti finanziari al momento dell'emissione, meri utility token a impresa decentrata "compiuta" e senza amministratori (Ether).*

Per verificare se un investimento abbia natura finanziaria e sia, quindi, strumento finanziario (*security*)<sup>58</sup>, negli Stati Uniti si richiede che il

---

<sup>57</sup> AMF, *Buying Bitcoin: the AMF and the ACPR issue a warning to savers*, 4 dicembre 2017

<sup>58</sup> Per la definizione, cfr. Section 2(a)(1) del *Securities Act* e la Section 3(a)(10) del *Securities Exchange Act*, dove *security* è fra l'altro definito come «note, stock, treasury stock, bond» o «investment contract». Anche se la definizione di strumento finanziario è leggermente diversa nel *Securities Act* del 1933 e nel *Securities Exchange Act* del 1934, le due impostazioni sono state ritenute *virtually identical* in *Amfac Mort. Corp. v Arizona Mall of Tempe, Inc.*, 583 F.2d 426, 431 (District South California Nono Circuito, 1978).

titolo sia superi il c.d. test di *Howey*<sup>59</sup>. Si è in presenza di uno strumento finanziario se: (i) vi è un investimento di denaro, (ii) l'investitore si attende un profitto, (iii) l'investimento è in un'impresa comune (iv) l'eventuale profitto dipende dallo sforzo di un promotore o di un terzo, nel senso che non è rimesso al mero caso e che si non richiede un'attività dell'investitore. La giurisprudenza successiva è intervenuta su alcune nozioni essenziali del test. Sebbene il primo requisito richieda un investimento di denaro (*money*), in alcune meno risalenti pronunce si è chiarito che l'investimento di attivi diversi dal denaro (ad esempio, altri strumenti finanziari) sia equivalente<sup>60</sup>. Anche il concetto di impresa comune è stato interpretato in modo più o meno ampio, a seconda di epoche e fattispecie. In sintesi, si tende a riconoscere un'impresa comune laddove il denaro sia investito da più soggetti per realizzare un comune progetto. Il successo di questo deve poi dipendere in concreto dagli sforzi (*effort*) di un terzo rispetto agli investitori, tipicamente, ma non necessariamente, un consiglio di amministrazione, secondo la classica dinamica di *agency*.

Un caso interessante in cui la *Securities Exchange Commission* (SEC) ha ritenuto che si fosse in presenza di un token-strumento finanziario è quello dell'iniziativa posta in essere da "The Decentralized Autonomous Organization" (in avanti, "The DAO"). Per quanto qui di rilievo, la SEC ha definito la struttura di questa impresa digitale come una «organizzazione virtuale incorporata in un codice eseguito su un DLT o una blockchain»<sup>61</sup>. Pur essendo completamente decentralizzata, la struttura di The DAO è stata creata da soggetti che la SEC ha identificato nei fondatori di un'applicazione web (*Slock.it*) promotori di un progetto comune finanziato con l'emissione di DAO token, sottoscrivibili dietro pagamento non con moneta avente corso legale, ma con Ether. I DAO token attribuivano al titolare diritti di natura non solo patrimoniale, ma anche amministrativa (*i.e.* voto su alcuni argomenti). Secondo le stesse intenzioni dei promotori, The DAO avrebbe

---

<sup>59</sup> Il nome deriva da una pronuncia dalla Corte Suprema nel 1946. *Securities and Exchange Commission v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946).

<sup>60</sup> Cfr. Ad esempio, *Uselton v. Comm. Lovelace Motor Freight, Inc.*, 940 F.2d 564, 574 (10th Cir. 1991) ("[I]n spite of *Howey's* reference to an 'investment of money,' it is well established that cash is not the only form of contribution or investment that will create an investment contract.")

<sup>61</sup> *Securities and Exchange Commission, Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934, The DAO*, 25 luglio 2017, p. 1.

dovuto generare profitti finanziando progetti, scelti sulla base delle preferenze dei sottoscrittori, ottimizzate da un algoritmo.

In questo quadro, la SEC ha ritenuto che i DAO token superassero il test di *Howey* e si configurassero come una sorta di quote di un fondo comune di investimento. Quanto all'esistenza di un'impresa comune e all'attività di un agente terzo non qualificabile come *soggetto* in senso classico, la SEC giunge a conclusioni interessanti. Il quasi-soggetto che viene in rilievo, nel caso in parola, è la stessa organizzazione decentrata, The DAO. Pur non essendo un ente incorporato ai sensi delle leggi di alcuno Stato, per la SEC si tratta di un'entità venuta a esistere in forza dell'opera di promotori del sistema: «Investors' profits were to be derived from the managerial efforts of others – specifically, Slock.it and its co-founders, and The DAO's Curators»<sup>62</sup>. Questi sono dunque, se non i terzi dal cui sforzo manageriale deve derivare il profitto, i manutentori garanti del funzionamento della struttura decentrata.

Benché l'interpretazione della SEC offra importantissime coordinate interpretative, non mancano alcune interessanti (e forse confliggenti) tesi giurisprudenziali. Il primo riferimento cade su un provvedimento cautelare adottato da un tribunale della Florida nel luglio 2018. A seguito di un'indagine della SEC, i fondatori di una società aveva offerto al pubblico token denominati *Centra's CTR token* venivano convenuti in un giudizio volto a ottenere un sequestro di beni da alcuni investitori che allegavano di aver perso tutto il capitale investito. Tra gli argomenti a supporto della domanda, gli investitori sostenevano che i token fossero stati collocati con un'offerta pubblica priva dei requisiti di legge<sup>63</sup>. Il tribunale, nell'autorizzare il sequestro, riconduce l'operazione di raccolta a una persona fisica, sostenendo che questi, attraverso l'internet, aveva raccolto capitali contro l'emissione di token emessi su di un registro diffuso protetto dalla crittografia ma secondo il classico dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari<sup>64</sup>. L'obiettivo del progetto imprenditoriale promosso da *Centra*

---

<sup>62</sup> Securities and Exchange Commission, *cit.*, p. 12.

<sup>63</sup> Cfr. le Sections 5(a) e 5(c) del Securities Act [15 U.S.C. §§ 77e(a), 77e(c)]. In Europa diremmo “senza prospetto”; negli Stati Uniti si utilizza l'espressione “*unregistered securities sale*”, giacché il Securities Exchange Act prevede proprio la registrazione dello strumento presso la SEC quale obbligo centrale di informazione del regolatore, senza nulla togliere all'importanza del profilo informativo contrattuale legato al prospetto.

<sup>64</sup> Agli investitori avevano otteneva 400 token per un Ether. La raccolta, secondo le autorità americane, ha raggiunto nel 2017 (poco dopo il caso The DAO), circa 32 milioni di dollari

consisteva nella creazione della prima carta di debito *smart*, collegabile con più blockchain e, quindi, potenzialmente legata a più cripto monete. I detentori dei token rappresentativi del capitale raccolto avrebbero avuto diritto a eventuali profitti (accennati nel documento informale di offerta, il *white paper*) e a qualche diritto di natura amministrativa. In questo quadro la corte ha ritenuto integrati tutti i presupposti del test di Howey, anche e soprattutto in quanto il successo dell'iniziativa di investimento sarebbe dipeso dallo sforzo gestionale del suo fondatore<sup>65</sup>. In un caso di poco più recente, diverso per volume di raccolta<sup>66</sup> ma non nei tratti essenziali (emittente *sui generis*, impresa comune, aspettativa di profitto, sforzo gestionale terzo), una corte californiana è giunta a una conclusione opposta, sostenendo che il *white paper* non fosse sufficientemente chiaro in punto di rendimenti potenziali<sup>67</sup>.

Si conferma l'impostazione tedesca, e come vedremo italiana, per cui la valutazione circa la natura dei token deve effettuarsi caso per caso. E negli Stati Uniti non mancano i casi particolari, come quello di Ether. Secondo un'interpretazione condivisa dalla SEC, Ether sarebbe stato uno strumento finanziario al momento dell'emissione (tramite ICO), ma avrebbe perduto una tale qualità nel corso della sua esistenza. In un discorso molto citato, un membro del consiglio della SEC, William Hinman, ha confermato che un token che sia stato uno strumento finanziario al momento dell'emissione possa poi perdere tale qualità nel corso della sua esistenza digitale nei casi in cui «there is *no longer any central enterprise* being invested in or where the digital asset is sold only to be used to purchase a good or service available through the network on which it was created»<sup>68</sup>. La questione è ovviamente

---

<sup>65</sup> District Court Southern District of Florida, case no. 17-24500-civ-King v. Simonton, 25 giugno 2018: «Because the success of Centra Tech and the Centra Debit Card, CTR Tokens, and cBay that it purported to develop was entirely dependent on the efforts and actions of the Defendants, the third prong is satisfied. Therefore, the offering of Centra Tokens was an investment contract under the Securities Act, such that the Defendants sold or offered to sell securities by virtue of the Centra Tech ICO».

<sup>66</sup> Solo trentadue investitori. E' chiaro, dunque, che la distribuzione tra il pubblico in modo rilevante conta, anche se non fa parte dell'*Howey test*.

<sup>67</sup> District Court Southern District of California, SEC v. Blockvest, case no.: 18CV2287-GPB(BLM), 27 Novembre 2018: «As to the second prong of Howey, Plaintiff has not demonstrated that the 32 test investors had an "*expectation of profits*"». Benché sul sito legato all'iniziativa si leggesse che i titolari dei BLV token avrebbero ricevuto «transaction fees according to their stability contributions to the network».

<sup>68</sup> Il discorso si può ascoltare su *Youtube*, al seguente link <https://www.youtube.com/watch?v=HJyRATEXpMQ>

connessa al test di *Howey*, che la nota cripto moneta avrebbe superato al momento dell'ICO, ma che ora non potrebbe più superare essendo divenuta un'impresa *veramente decentrata* che, seppur ancora per certi versi comune, dipende più da «efforts of others»<sup>69</sup>.

In ultimo, si deve segnalare che una novella della *Delaware General Corporation Law* ha introdotto, nella primavera del 2018, per le società emittenti con sede nel Delaware, la possibilità di affidare la tenuta del registro (*stock ledger*) e dei libri sociali a «1 or more distributed electronic networks or databases»<sup>70</sup>. In questo modo la tecnologia di tipo blockchain diventa possibile legge di circolazione *legale*, che concorre con un residuo regime cartolare e con ancora diffuse forme di gestione delle scritturazioni accentrate.

#### 10. Primi orientamenti italiani: i token di investimento come «prodotti finanziari».

In Italia la questione definitoria si presenta forse più complessa. La categoria degli strumenti finanziari emerge con la disciplina europea. Avendo riguardo al diritto nazionale, la categoria è però figlia, quanto meno adottiva, di quella dei valori mobiliari, estensione della categoria dei titoli di credito di massa. Nel sistema attuale, i valori mobiliari costituiscono una specie del genere strumento finanziario. La categoria degli strumenti finanziari è apparentemente *chiusa*, nel senso che la legge offre una lista che può essere ampliata solo con legge o regolamento<sup>71</sup> (salvo che non la si ritenga riaperta dai derivati<sup>72</sup>). In ultimo, valori mobiliari e strumenti finanziari sono specie del più ampio genere prodotti finanziari, categoria aperta, anzi apertissima [l'art. 1, co. 1, lett. u) t.u.f. li definisce come «gli

---

<sup>69</sup> La questione era stata anticipata in un paper professionale di J. BATIZ-BENET, J. CLAYBURGH, M. SANTORI, *The SAFT Project: Toward a Compliant Token Sale Framework*, 2 ottobre 2017 ed è ora molto ben sintetizzata da J. PARK, *When Are Tokens Securities? Some Questions from the Perplexed*, in Lowell Milken Institute Policy Report e in UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 18-13., 10 dicembre 2018..

<sup>70</sup> Cfr. Delaware General Corporation Law, Subchapter VII, § 224 (*Form of record*) disponibile su <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/>

<sup>71</sup> L'articolo 18, comma 5, t.u.f. prevede infatti che «Il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob: a) può individuare, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività di investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale possono esercitare i nuovi servizi e attività».

<sup>72</sup> Questi nel sistema italiano, almeno secondo alcuni autori, avrebbero l'effetto di riaprire il *numerus clausus* degli strumenti finanziari.

strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria»]. È in questo complesso quadro che si deve stabilire se i token siano, e in che misura, strumenti o prodotti finanziari. Se, infatti, la disciplina del prospetto e dell'offerta pubblica si applicano a entrambe le fattispecie, numerose sono le disposizioni del t.u.f. e del t.u.b. che vengono in rilievo solo con riguardo agli strumenti finanziari e non anche ai prodotti<sup>73</sup>.

In materia è pubblicato un precedente giurisprudenziale. Il Tribunale di Verona<sup>74</sup> si è pronunciato su di un caso di vendita di Bitcoin da parte di una società promotrice di una piattaforma di *crowdfunding*. In punto di qualificazione del rapporto contrattuale tra piattaforma e potenziali acquirenti, il Tribunale ha definito il Bitcoin “strumento finanziario”. In particolare, ha statuito: «Il nucleo ‘liquido’ della vicenda, difatti, si incentra tutto sul rapporto (necessariamente contrattuale) che si perfezionò tra gli odierni attori e la società convenuta, in forza del quale [...] ebbe luogo il cambio di valuta reale con ‘bitcoin’ (definito da attenta dottrina come uno ‘strumento finanziario utilizzato per compere una serie di particolari forme di transazioni online’ costituito da ‘una moneta che può essere coniata da qualunque utente ed è sfruttabile per compiere transazioni, possibili grazie ad un software open source e ad una rete peer to peer’)». La pronuncia sembra forzare la definizione di strumento finanziario, forse perché la fattispecie viene in considerazione solo incidentalmente e secondo lo schema del Codice del consumo, ove il lemma “finanziario” copre un campo semantico più ampio di quello che lo stesso vocabolo ha nel t.u.f.

Se la dottrina che ha iniziato a occuparsi di criptovalute e token sembrerebbe invece propendere per l'esclusione dei Bitcoin dal novero degli strumenti finanziari<sup>75</sup>, ciò non toglie che una tale conclusione valga anche per i token di investimento. Questi assumono la forma dell'*investimento di natura finanziaria* e possono quindi ricondursi,

---

<sup>73</sup> Il riferimento cade, in particolare, sulle disposizioni in materia di servizi di investimento, come si dirà infra, ma anche su alcune fattispecie in materia di abuso del mercato o di altro rilievo, anche penale. Cfr. Ad esempio gli artt. 2637 c.c. e 185 t.u.f. che fanno esclusivo riferimento a “strumenti finanziari”. Con riguardo al t.u.b., cfr. gli artt. 130, 131, 132, 131-ter.

<sup>74</sup> Tribunale Verona, 24 gennaio 2017, n.195, sez. II, in *Banca borsa*, 2017, II, p. 471, nota di PASSARETTA.

<sup>75</sup> G. GASPARRI, *Timidi tentativi*, cit. R. BOCCHINI, *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Il diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2017, 1, p. 27 e ss.;

quantomeno, al novero dei prodotti finanziari. Anche la dottrina che esclude la riconducibilità della fattispecie dei token a quella degli strumenti finanziari non può escludere questa conclusione. Se si condivide l'impostazione, allora si deve ritenere che il token-prodotto finanziario non possa sottrarsi alla disciplina sul prospetto (sempre, ovviamente, che vi sia un emittente individuabile, ma come ha ritenuto la SEC, un emittente nella forma del promotore c'è anche nelle strutture che ambiscono a divenire pienamente decentrate: un demiurgo è per ora necessario anche nel cyberspazio).

Alcune recenti delibere dell'Autorità di vigilanza aiutano a meglio inquadrare il problema. Con la prima di esse, dello scorso 31 ottobre 2018<sup>76</sup>, la Consob ha sospeso l'operazione di offerta di "token TGA". Questi erano stati pubblicizzati presso il pubblico, in lingua italiana, su un sito web visitabile dall'Italia e qualificati dai promotori quali opportunità di *investimento*. Indizio questo della natura dei token, qualificati per ciò (non come strumenti, ma) come prodotti finanziari offerti in violazione della disciplina sul prospetto<sup>77</sup>. La Consob, secondo il suo orientamento costante, ha aggiunto che la nozione di investimento di natura finanziaria implica la compresenza dei tre elementi: (i) un impiego di capitale; (ii) un'aspettativa di rendimento di natura finanziaria; (iii) l'assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all'impiego di capitale<sup>78</sup>. Sul punto si vede l'influenza dell'approccio statunitense e dell'*Howey test* (v. *supra*).

---

<sup>76</sup> Delibera n. 20660, 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>

<sup>77</sup> Cfr. art. 1, co. 1, lett. t) t.u.f.: «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».

<sup>78</sup> Così, *ex multis*, anche la delibera Cryp Trade n. 20207 del 6 dicembre 2017. In particolare, per la Consob si è in presenza di un investimento di natura finanziaria ogni volta che il risparmiatore impieghi il proprio denaro con un'aspettativa di profitto, mentre di un "investimento di consumo" quando la spesa è finalizzata al godimento del bene, ossia è volta a trasformare le proprie disponibilità in beni reali idonei a soddisfare in via diretta i bisogni non finanziari del risparmiatore. «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» (Comunicazione n. DTC/13038246 del 6-5-2013).

L'aspetto certamente più interessante della delibera, ove si fa riferimento alla sostanza oltre la forma, è quello in cui l'autorità chiarisce come l'offerta di token sia qualificabile come offerta al pubblico di prodotti finanziari se: «l'elemento causale della proposta negoziale è riconducibile alla produzione di un *rendimento finanziario quale corrispettivo dell'impiego di capitale conferito dal percettore del rendimento medesimo che, quindi, conferisce il proprio denaro con un'aspettativa di profitto*». È quindi la *causa* del proposto contratto (i.e. *investimento*) a qualificare il token come prodotto finanziario<sup>79</sup>.

11. *Conclusioni. I token di investimento possono essere prodotti finanziari. Necessità del ricorso alla fattispecie dei titoli di credito per comprendere e descrivere i token. I token come valori mobiliari?*

Con il conforto delle recentissime decisioni della Consob, si può sostenere che i token di investimento possano qualificarsi come prodotti finanziari. Ciò implica che l'applicazione della disciplina sul prospetto, ma non anche quella di altri plessi normativi che l'ordinamento fa venire in rilievo per gli strumenti finanziari soltanto<sup>80</sup>.

È tuttavia difficile sostenere che i token siano strumenti finanziari. Si è detto, infatti, che è strumento finanziario solo ciò che rientra nel relativo "elenco MiFID", trasposto nella Sezione C dell'Allegato I t.u.f. Si è però ricordato che quell'elenco chiuso contiene fattispecie forse aperte: valori mobiliari e derivati. Quanto ai valori mobiliari, il t.u.f. individua una fattispecie sicuramente aperta: «categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali *ad esempio*» le azioni e le obbligazioni<sup>81</sup>. La locuzione è chiara. Il novero dei valori mobiliari può essere integrato da nuove categorie di valori emessi in classi (i.e. la standardizzazione) che si caratterizzino per la negoziabilità su di un

---

<sup>79</sup> Vedi anche due delibere del dicembre 2018 aventi ad oggetto la sospensione dell'offerta pubblica di "BitSurge Token" (delibera n. 20741 del 12 dicembre 2018) e dei "certificati Green Earth" promossa sulla pagina Facebook "Progetto Crypto Green Earth" (delibera n. 20740 del 12 dicembre 2018).

<sup>80</sup> Le conseguenze, come segnalato in precedenza, possono essere molto rilevanti. Basi qui richiamare ad esempio che solo con riferimento agli strumenti finanziari rilevano l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato (cfr. l'art. 180 t.u.f.)

<sup>81</sup> Non solo aperta, ma anche ampliata a seguito del recepimento della MiFID II in relazione anche al rapporto con quella di strumento derivato, sul punto v. F. Annunziata, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in Riv. soc., 2018, I, p. 1105.

mercato<sup>82</sup>. La nozione italiana di valore mobiliare deriva, letteralmente, dal francese *valeurs mobilières*, che all'inizio del secolo scorso coincideva con l'espressione titoli di massa, concetto diffusosi per distinguere i titoli standardizzati, rappresentanti una provvista collettiva, dai titoli di credito individuali<sup>83</sup>. Ora, anche se l'etimologia ha un valore limitato in un settore dell'ordinamento così stratificato, il concetto di valore mobiliare suggerisce il necessario ricorrere del carattere mobiliare, cioè di un bene mobile o a questo assimilabile, essenziale per l'applicazione di una regola di circolazione come quella fondata sul possesso di buona fede.

L'esperienza della dematerializzazione imposta per legge negli anni Novanta del secolo scorso ha aperto a fattispecie di circolazione dei valori mobiliari diverse dal trasferimento del possesso. L'apertura concettuale voluta dal legislatore ha così ammesso l'esistenza di valori che circolano secondo tecniche scritturali, che non richiedono la materiale apprensione di un bene. Non già perché la regola del possesso di buona fede sia superata, ma perché superato è il bene come *necessario veicolo di ricchezza*. Come tale, e da tempo, un bene-*res* può non esservi. Anzi, la sua esistenza è sempre più scoraggiata da un legislatore che costruisce una filosofia di mercato finanziario che rifugge dall'anonimato e impone registri che tracciano tutta la filiera del prodotto finanziario. Ebbene, con i token, in luogo della dematerializzazione imposta dalla legge, si ha una forma di digitalizzazione dei valori. Questi circolano secondo regole non legali, ma convenzionali<sup>84</sup>, come se fossero titoli atipici ex art. 2004 c.c., ma certo ripercorrendo uno schema che consiste in una serie continua di girate validate da un sistema crittografico e registrate sulla catena a blocchi composta dai partecipanti al sistema. Sicché la categoria dei token, almeno

---

<sup>82</sup> Su questi profili, v. anche per i richiami la bibliografici, M. ONZA, L. SALAMONE, *Commento sub art. 1 t.u.f.*, in *Delle promesse unilaterali. Dei titoli di credito*, a cura di R. Lener, Comm. Gabrielli, Torino, 2015, in part. pp. 552 e 553.

<sup>83</sup> Sul rapporto tra valori e strumenti, anche in chiave evolutiva e comparata, v. M. COSSU, P. SPADA, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente - divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca borsa*, 2010, I, p. 401 ss., in part. 405 e 406.

<sup>84</sup> Il che pone con riferimento ai token problemi concettuali analoghi, anche se non identici, a quelli posti dagli strumenti finanziari della stagione dell'atipico, e cioè se è se i contratti concretamente posti in essere fra privati (non gli intermediari, ma le parti del rapporto peer to peer, debbano sempre essere in via diretta o, quanto meno analogica, attraverso «il ricorso a soluzioni affinate in tema di titoli di credito». Cfr., su quel problema, B. LIBONATI, *Titoli di credito, Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999, p. 135.

quelli che siano di investimento in senso causale<sup>85</sup>, possono far rivivere quel carattere del titolo di massa che divenne valore mobiliare. Vale a dire che, come per i titoli di massa, è lecito indagare la causa del token e da essa trarre conseguenze in punto di classificazione. Del resto, è proprio questa l'operazione ermeneutica alla base del test di *Howey* e di quello, non dissimile sul punto, proposto dalla Consob nelle sue più recenti deliberazioni.

L'esistenza, poi, di un mercato - primario, con le ICO; secondario nel caso di piattaforme di scambio dei token - è ben dimostrata dai fatti. Non si possono disconoscere mercati digitali perché diversi da quelli previsti dai modelli legali. Come ha fatto la Cina si possono vietare, con tutti i problemi posti dal carattere a-territoriale degli scambi, ma si può negare l'esistenza. Da ciò non è illecito far discendere il carattere della negoziabilità su di un mercato, che certo dovrà dimostrarsi caso per caso non essendo per ora i token negoziati su mercati regolamentati, fa rivivere nei token, in un ambiente digitale, il carattere dei titoli di massa che divennero valori mobiliari. Sulla base di queste considerazioni preliminari, in parte sorrette da una mera suggestione (il parallelo tra token e titoli di credito), ritengo che (i) si possa e forse si debba ricorrere alla categoria dei titoli di credito per comprendere e descrivere quella dei token; (ii) sia lecito sostenere che i token di investimento standardizzati, trasferibili, negoziabili su di un mercato digitale la cui esistenza non può essere negata, siano potenzialmente riconducibili alla fattispecie dei valori mobiliari e, per il tramite di questa, rientrare nella nozione di strumento finanziario<sup>86</sup>.

Si tratta di conclusioni che soddisfano poco, perché non affrontano e non risolvono il problema posto dal fenomeno della raccolta mediante *crypto-asset*, il cui aspetto più spinoso è l'identificazione della legge, o delle

---

<sup>85</sup> Il riferimento qui è alla causa *investimento* che può riconoscersi nei titoli in serie, agli strumenti finanziari e, a parere di chi scrive, ai token di investimento. Non è questa la sede per richiamare il dibattito intenso sulla distinzione tra titoli astratti e causali o costitutivi e non costitutivi. Ma non è questo il punto e, se lo si aprisse, si finirebbe forse con l'indulgere a inutili superfetazioni definitorie (M. LIBERTINI, *I titoli di credito nella dottrina giuscommerciale italiana*, cit., p. 79). E, però, l'armamentario culturale e terminologico offerto da concetti come il titolo causale e istituti come la girata offre strumenti di comprensione del nuovo (questo mi sembra l'invito, appunto culturale, di P. SPADA, *Introduzione*, cit., p. 201). In ogni caso, per una recente ricostruzione del dibattito su titoli causali e astratti, v. DE LUCA, *Titoli di credito*, in *Diritto on line*, Treccani.it, 2016.

<sup>86</sup> Né, come accade in Francia, si può escludere che token il cui valore dipenda un sottostante siano derivati e, quindi, strumenti finanziari. La questione è meritevole di approfondimento in altra sede.

leggi, applicabili. Del resto, se anche fossero strumenti finanziari, lo sarebbero ai sensi di quale legge? Ma questo è *il problema* del mercato digitale<sup>87</sup>, non un problema dei token. Per essere risolto richiede un ripensamento del rapporto tra mercato e ordinamento, che non può essere affrontato in questa sede<sup>88</sup>.

---

<sup>87</sup> Sul punto, cfr. il volume curato da S. GRUNDMANN, *European Contract Law in the Digital Age*, Anversa, 2018.

<sup>88</sup> Non sono persuaso che la dimensione globale del problema possa essere utile affrontata con convenzioni internazionali, come si fece con quelle ginevrine degli anni Trenta del secolo scorso in materia di cambiale e di assegno (tesi sostenuta ad esempio da in P. HACKER, C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation*, cit. p. 658). Il progresso tecnologico richiede tempi di azione più rapidi e, comunque, il multilateralismo che caratterizza le odierne relazioni internazionali lascia supporre che sarebbe difficile raggiungere sufficienti livelli di consenso intorno alla disciplina di un fenomeno che sposta ricchezza da ordinamenti e piazze finanziarie consolidate verso luoghi, anche virtuali, emergenti. Ciò non significa che si debba rinunciare alla disciplina del fenomeno. Se lo Stato ordinamento, con il suo ambito territoriale necessariamente limitato, non può farsi da solo carico del problema, non per questo deve perdere ogni ruolo nella *governance* del fenomeno. Suggestiscono nuovi approcci, basati sulla cooperazione tra pubblico e privato J.G. ALLENE R.M. LASTRA, *Border Problems II: Mapping the Third Border*, in UNSW Law Research Paper No. 18-88, 2018, p. 25 ss. Il lavoro prosegue idealmente C.A.E. GOODHART e R.M. LASTRA, *Border Problems*, in *Journal of International Economic Law*, 2010, 13(3), p. 705.