



UNIVERSITÀ  
DEGLI STUDI  
FIRENZE

**BABEL**

Blockchains and Artificial  
Intelligence for Business,  
Economics and Law

Research Unit in the  
Department of Economics and Management

*Osservazioni al paragrafo 2. Aspetti definitivi*

del

Documento per la Discussione su

**“Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività”**

pubblicato dalla CONSOB

il 19 marzo 2019

Firenze, 4 giugno 2019

*Preg.mi Membri del Gruppo di lavoro interdisciplinare sulle ICOs istituito dalla Commissione,*

di seguito, per iscritto, si ripropongono, integrandole, alcune delle riflessioni esposte in sede di pubblica audizione il 21 maggio 2019 riferite agli aspetti definitori dei c.d. *'cryptoassets'* che, nel Documento Consob, vengono denominati *'cripto-attività'*. La traduzione scelta può, in prospettiva, andare incontro ad ambiguità lessicali e finanche giuridiche considerando la dimensione spaziale del fenomeno. Per questo motivo, qui, si utilizzerà la denominazione comunemente utilizzata in ambito scientifico di *'cryptoasset'*.

1. L'aspetto lessicologico, infatti, non appare influente ai fini della tassonomia giuridica di questi *'beni'*<sup>a</sup>. Intanto, come noto, nell'ordinamento interno<sup>b</sup>, il legislatore, seppure per finalità specificamente legate all'antiriciclaggio e alla lotta al terrorismo, ha già fornito una prima definizione di *'valuta virtuale'*<sup>c</sup>.

E se anche si ritiene che la categoria delle valute virtuali sia sovrapponibile con quella dei *'cryptoasset'* e dei *'virtual asset'*, come in una recente comunicazione dell'UIF, seppure ai soli fini della legislazione appena citata<sup>d</sup>, parrebbe comunque necessario un intervento del legislatore a fini interpretativi. Il termine *'cryptoasset'* è, infatti, un termine generale che non è limitato alle valute virtuali e dalle quali si può distinguere quando è un *'tokenized asset'* emesso grazie ad una tecnologia basata su registri distribuiti, il cui valore non deriva necessariamente dall'essere gestito attraverso un sistema decentralizzato, né la cui applicazione principale è quella di essere uno strumento di pagamento. La classificazione proposta dalla *Financial Conduct Authority* (FCA)<sup>e</sup>, nel Regno Unito, come anche quella similamente adottata dall'*European Banking Authority* (EBA)<sup>f</sup>, distingue i *'cryptoasset'* in *'exchange tokens'*, *'security tokens'* e *'utility tokens'*. Se i *'security tokens'*

---

<sup>a</sup> Si v., Trib. Firenze, Sez. Fall., Sent. n. 18/2019 pubbl. il 21 gennaio 2019, p. 7.

<sup>b</sup> Art. 1, comma secondo, lett. qq), Dlgs. n. 231/07 che recepisce la Direttiva UE 2018/843 del 30 maggio 2018, art. 1 (d), cfr. Parlamento Europeo (2018). Si v. sul punto anche la nt. 7 dell'*occasional paper* di A. Caponera e C. Gola, *Aspetti economici e regolamentari delle «cripto-attività»*, in QEF della Banca d'Italia, n. 484 del marzo 2019, p. 9.

<sup>c</sup> "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".

<sup>d</sup> V. nt. 1 Comunicazione UIF del 28 maggio 2019 in <[https://uif.bancaditalia.it/normativa/norm-indicatori-anomalia/Comunicazione\\_VV\\_2019.pdf](https://uif.bancaditalia.it/normativa/norm-indicatori-anomalia/Comunicazione_VV_2019.pdf)>.

<sup>e</sup> FCA, *'Guidance on Cryptoasset'* in <<https://www.fca.org.uk/publications/consultation-papers/cp19-3-guidance-cryptoassets>>.

<sup>f</sup> EBA, *'Report with advice for the European Commission on crypto-assets'* in <<https://eba.europa.eu/documents/10180/2545547/EBA+Report+on+crypto+assets.pdf>>.

ricadono senz'altro nel perimetro dell'attività regolativa spettante a Consob, per le altre due categorie di *'cryptoasset'* la valutazione è incerta e, come si evidenzia nel Documento, lo è ancor di più nell'ordinamento interno per la previsione della categoria dei prodotti finanziari.

2. Latitando l'intervento del legislatore nazionale, che, come noto, finora si è limitato a introdurre una definizione giuridica di tecnologie basate su registri distribuiti e di *smart contract*, l'autorità di regolazione nazionale del mercato finanziario non può altrimenti individuare il fondamento giuridico della propria proposta di intervento nella protezione degli investitori al dettaglio; seppure, si osservi, ad oggi, l'offerta di *'crypto-asset'* nell'ordinamento interno è stata, per così dire, accantonata dagli emittenti nazionali a favore di quegli ordinamenti dove esistono condizioni giuridiche più favorevoli a prescindere dal tipo di 'giuridicità' riconosciuta ai *'cryptoasset'*.

Quest'ultimo aspetto, ai fini della competitività del mercato finanziario nazionale, viene, quindi, ad assumere un significato rilevante e, anche per questo motivo, l'iniziativa della Consob è da ritenersi tempestiva e strategica per l'economia del nostro Paese. Come è da condividere, senz'altro, l'impostazione di fondo della proposta regolativa. In particolare, limitatamente agli aspetti definitori, è certamente da incoraggiare il tentativo di inquadrare i *'cryptoasset'* diversi dagli strumenti finanziari e dai prodotti finanziari in una categoria autonoma. Tuttavia, non si può fare a meno di osservare come altre sarebbero le sedi più idonee a tale scopo<sup>g</sup>. Senza un intervento *ad hoc* del legislatore, infatti, il rischio è che l'individuazione della tipologia di *'cryptoasset'* avvenga per via empirica o, se si preferisce, residuale. La legislazione maltese, alla quale si fa riferimento nel Documento<sup>h</sup>, sembra voler 'istituzionalizzare' l'*Howey Test*, attribuendo alla *Maltese Financial Services Authority* (MFSA) il compito di individuare la tipologia dei *token* e, conseguentemente, la disciplina giuridica adottabile. L'art. 47 del *Virtual Financial Asset Act* (VFAA) introduce, a tale scopo, il *Financial Instrument Test*. Il legislatore, dunque, non chiarisce quale sia la natura giuridica dei *'cryptoasset'*. Come è stato osservato<sup>i</sup>, tuttavia, la scarsa attenzione verso l'analisi degli aspetti

---

<sup>g</sup> "Il pregio che la Consob attribuisce alla codificazione di una categoria ad hoc – distinta dai prodotti finanziari – è connesso, in primo luogo, con la possibilità di contenere l'onere di condurre (da parte sia del mercato sia dell'autorità) un'analisi *case-by-case* volta all'individuazione della sussistenza (o meno) delle caratteristiche del prodotto finanziario".

<sup>h</sup> Alle pp. 4 e 5.

<sup>i</sup> Low, Kelvin F.K. and Teo, Ernie G. S., *Bitcoins and Other Cryptocurrencies as Property?* (September 20, 2017). (2017) 9 (2) *Law, Innovation and Technology* 235; Singapore Management University School of Law Research Paper No. 21/2017. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3039960>.

privatistici dei *token* ostacola l'individuazione di un approccio regolatorio che sia adeguato e proporzionale, essendo evidente che la regolazione di un bene oscuro ed enigmatico agli occhi del giurista pone necessariamente delle sfide più grandi per il legislatore rispetto alla regolazione di categorie di beni la cui natura giuridica è chiaramente definita<sup>j</sup>.

3. Da questo punto di vista, la recentissima approvazione della *Loi relative à la croissance et la transformation des entreprises*<sup>k</sup>, costituisce, almeno tra gli Stati membri dell'Unione europea, il primo tentativo verso questa direzione: all'art. 85, viene fornita una definizione di *jeton/token* come "bene intangibile che rappresenta in forma digitale uno o più diritti che possono essere emessi, registrati, conservati o trasferiti mediante un dispositivo di registrazione elettronico differito che identifica, direttamente o indirettamente, il proprietario di detto bene"<sup>l</sup>. La definizione di '*cryptoasset*' proposta nel Riquadro I del Documento in esame si sovrappone parzialmente con quella introdotta nell'ordinamento francese laddove si parla "di registrazioni digitali rappresentative di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali; create, conservate e trasferite mediante tecnologie basate su registri distribuiti alle quali occorre riconnettere la capacità di consentire l'identificazione del titolare dei diritti relativi agli investimenti sottostanti e incorporati nei '*cryptoasset*'". La categoria, inoltre, dovrebbe ricomprendere soltanto quelle "cripto-attività che sono destinate a essere negoziate o sono negoziate all'interno di uno o più sistemi di scambi". Prima di affrontare i quattro quesiti posti al termine del secondo paragrafo del Documento in esame, si ritiene non irrilevante, anche in funzione delle finalità perseguite dalla procedura consultativa in essere, riportare l'attenzione su un aspetto che tende ad essere trascurato dalla dottrina giuridica, ovvero che i '*cryptoasset*' sono così intrinsecamente collegati al protocollo crittografico sottostante alla *Blockchain* che quest'ultimo agisce sostanzialmente come un "accordo giuridico" pur non essendolo formalmente. In effetti, si osservi, i '*cryptoasset*' non precedono tale accordo ma ne costituiscono l'esito.

---

<sup>j</sup> Si v., in questo senso, anche Syren Johnstone, '*Taxonomies of Digital Assets: Recursive or Progressive?*' [2019] Stanford Journal of Blockchain Law & Policy; Angela Walch, '*Blockchain's Treacherous Vocabulary: One More Challenge for Regulators*' (2017) 21 Journal of Internet Law 9 10.

<sup>k</sup> *Loi* n° 2019-486 del 22 maggio 2019.

<sup>l</sup> Art. L. 552-2. - *Au sens du présent chapitre, constitue un jeton tout bien incorporel représentant, sous forme numérique, un ou plusieurs droits pouvant être émis, inscrits, conservés ou transférés au moyen d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé permettant d'identifier, directement ou indirectement, le propriétaire dudit bien.*

La loro esistenza è legata strettamente al funzionamento e al mantenimento in essere delle *blockchains*. Questa peculiarità deve mettere in guardia il legislatore e, con esso, il regolatore, sulla connessione identitaria tra '*cryptoasset*' e tipo di protocollo *Blockchain* sia esso '*permissioned*' o '*permissionless*<sup>m</sup>. Un altro aspetto non secondario nella regolazione dei '*cryptoasset*' è il carattere ubiquitario della tecnologia *Blockchain*. L'iniziativa adottata recentemente dall'IOSCO<sup>n</sup>, seppure più specificamente dedicata alle piattaforme di negoziazione dei '*cryptoasset*', costituisce un'opportunità per promuovere in sedi transnazionali la necessità di un'armonizzazione delle legislazioni nazionali anche in funzione della qualificazione della loro natura giuridica.

#### 4. Conclusioni

**Q1:** La definizione di "*cripto-attività*" delineata nel Riquadro I è condivisibile nel metodo per il porsi l'obiettivo di individuare una categoria autonoma rispetto a quella già delineata di strumento finanziario e di prodotto finanziario. Per la peculiarità dei *cryptoasset*, è auspicabile, sul modello adottato nell'ordinamento francese, un intervento del legislatore volto a qualificarne la natura giuridica così da poter ampliare la platea delle ICOs/STOs sottoponibili alla vigilanza della Consob. Si suggerisce, inoltre, di usare una traduzione di *cryptoasset* diversa da *cripto-attività* o, più semplicemente, di non tradurla.

**Q2:** La definizione proposta dalla Consob, in assenza di una qualificazione della natura giuridica dei *cryptoasset* individuata dal legislatore, non può che circoscriversi a progetti di natura imprenditoriale in funzione sia dell'accesso al mercato primario delle ICOs/STOs che, in particolare, a quello secondario delle piattaforme di negoziazione dei *cryptoasset*. Tuttavia, si suggerisce un'ulteriore riflessione sulla locuzione utilizzata - '*natura imprenditoriale*' - e sulla sua reale utilità a fini regolativi.

---

<sup>m</sup> Su questi aspetti si richiama quanto stabilito all'art. 8-ter, comma quarto, della L. n. 12/19. Inoltre, mi si consenta di rinviare per considerazioni sulla relazione tra natura giuridica dei *cryptoasset* e *blockchains* a Filippo Zatti, '*Entangled in Cryptoassets' Legal Nature and Governance: Searching for Clear Boundaries or Working for Their Removal?*' <<https://papers.ssrn.com/abstract=3335793>>.

<sup>n</sup> IOSCO, *Issues, Risks and Regulatory Considerations Relating to Crypto-Asset Trading Platforms*, in <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD627.pdf>>.

**Q3:** Anche in questo caso, si ribadisce l'utilità dell'intervento del legislatore per una qualificazione della natura giuridica dei *cryptoasset*. In alternativa, può essere considerata la possibilità di attivare l'art. 18, comma quinto, lett. a), TUF che, come noto, attribuisce al Ministro dell'Economia e delle Finanze il potere di individuare nuove categorie di strumenti finanziari. Tuttavia, tale soluzione risulterebbe funzionale soltanto alla delimitazione del perimetro di vigilanza della Consob.

**Q4:** L'opportunità dell'introduzione di una soglia (minima) ai fini dell'introduzione di una disciplina di esenzione dalla regolamentazione che la Consob potrà porre in essere e, parimenti, di una soglia massima (a maggior tutela degli investitori *retail*) deve tener conto della specificità dei *cryptoasset* come prodotto della tecnologia *Blockchain*. Dunque, è certamente condivisibile la scelta di non graduare la regolazione dei *cryptoasset* diversi dagli strumenti finanziari e dai prodotti finanziari in relazione a valori soglia.



prof. Filippo Zatti<sup>i</sup>  
Coordinatore scientifico di BABEL

---

<sup>i</sup> Associato di Diritto dell'economia nel Dipartimento di Scienze per l'Economia e l'Impresa dell'Università degli Studi di Firenze e Consigliere nazionale di Italia4Blockchain

*Si ringraziano, per la revisione ad una prima versione del testo, l'avv. G. Amato, l'avv. G. Battaglia e la dott.ssa T. Favaro, Membri dello Steering Committee di BABEL; e il prof. G. Aiello, il dott. C. Becagli, il prof. M. Lombardi, il dott. L. Quagliotti e il dott. A. Zorzi, Membri del Consiglio di BABEL. Eventuali errori rimangono sotto la mia unica responsabilità.  
Per maggiori informazioni su BABEL [www.babel.unifi.it](http://www.babel.unifi.it).*