

# IANUS

Diritto e Finanza



UNIVERSITÀ  
DI SIENA  
1240

Rivista di studi giuridici

<https://www.rivistaianus.it>



ISSN: 1974-9805

n. 22 - dicembre 2020

L'INQUADRAMENTO GIURIDICO DEI *TOKEN*.  
UN'ANALISI COMPARATISTICA DELLA  
REGOLAMENTAZIONE ITALIANA E  
SAMMARINESE

Fabio Zambardino

**L'INQUADRAMENTO GIURIDICO DEI *TOKEN*.  
UN'ANALISI COMPARATISTICA DELLA REGOLAMENTAZIONE  
ITALIANA E SAMMARINESE<sup>°</sup>**

**Fabio Zambardino**

*Dottorando di ricerca in Diritto Comparato e Processi di Integrazione,  
Università degli Studi della Campania "Luigi Vanvitelli"*

*L'innovazione tecnologica ha investito, ormai da tempo, il settore degli strumenti finanziari, invadendo il mercato con prodotti e tecniche di finanziamento alternative che potrebbero portare più alti livelli di liquidità. Il presente saggio si propone di analizzare, nello specifico, il fenomeno dei token illustrando alcuni approcci regolamentari, in ottica comparata, adottati a livello nazionale nell'esperienza italiana e sammarinese.*

*The technological innovation has long been affecting the securities domain with products and alternative investment mechanisms potentially offering a higher liquidity to the companies. The present essay aims at analyzing specifically the phenomenon of the token illustrating some of the regulatory approaches, in a comparative perspective, adopted at a national level in Italy and San Marino.*

**Sommario:**

1. Introduzione
2. La qualificazione giuridica nel quadro italiano
  - 2.1. L'approccio regolamentare della CONSOB
3. Il caso di San Marino
  - 3.1. Una regolamentazione "all'avanguardia"
4. Conclusioni

---

<sup>°</sup> Saggio sottoposto a *double-blind peer review*.

## 1. Introduzione

Le differenti scelte regolamentari operate dagli Stati in merito ai cc.dd. *token* dipendono largamente dall'inquadramento giuridico degli stessi.

In un contesto tanto fluido ed evanescente, al fine di giungere a una risposta efficace a tali quesiti è necessario ricorrere a distinguo descrittivi, ancor prima che definitivi.

La regolamentazione dei mercati finanziari, in quest'ottica, è tecnologicamente "neutrale"; ciò significa, dunque, che la normativa in vigore si applica ai servizi finanziari offerti e agli scambi effettuati, a prescindere dal tipo di tecnologia utilizzata<sup>1</sup>.

I primi reali sforzi sul piano regolamentare sono iniziati a partire dalla seconda metà del 2017. In alcuni casi, si è provveduto a una regolamentazione ad hoc per i *token*; altrove, viceversa, si è optato per l'applicazione in via analogica di regole preesistenti<sup>2</sup>.

In questo contesto, la qualifica del *token* come diritto o come bene rischierebbe di esaurirsi in mero esercizio di stile; infatti, le regole relative agli strumenti finanziari operano, di fatto, a prescindere dall'effettiva qualificazione privatistica dello stesso<sup>3</sup>.

Tuttavia, le normative verranno applicate con sfumature differenti, tenendo conto del modello aziendale, delle dimensioni, della rilevanza sistemica, nonché della complessità e dell'attività transfrontaliera delle entità regolamentate<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Si veda, per esempio, COMMISSIONE EUROPEA, *FinTech: A More Competitive and Innovative European Financial Sector*, Directorate General Financial Stability, 2015, in relazione alla regolamentazione della tecnologia in campo finanziario, sottolineando come, in generale, «most regulators follow the neutrality approach». In merito alla "neutralità tecnologica", si veda, *inter alia*, SURUJNATH, *Off the Chain! A Guide to Blockchain Derivatives Markets and the Implications on Systemic Risk*, in *Fordham J. Corp. & Fin. L.*, 2017, 291-304.

<sup>2</sup> Sul punto LUVAI, *The End of the Ico Gold Rush? The Regulatory Squeeze on Token Offerings as a Funding Mechanism for Blockchain-Related Ventures*, *Utah Bar J.*, 2018, 20-21. Ovviamente, la regolamentazione tiene in considerazione la classificazione dei *token*, come *utility* o *security*.

<sup>3</sup> ANNUNZIATA, *Distributed Ledger Technology e mercato finanziario: le prime posizioni dell'ESMA*, in *FINTECH. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, PARACAMPO (a cura di), Torino, 2017, 43-44.

<sup>4</sup> È opportuno osservare come la regolamentazione finanziaria all'interno dell'Unione Europea si presenti come un mosaico di normative – a livello sovranazionale (UE) e nazionale (dei singoli Stati membri). In tal senso, infatti, gli Stati membri hanno predisposto una serie di atti normativi differenti, evidenziando come la legislazione in Europa segua velocità diverse. DE FILIPPI *et al.*, *Regulatory Framework for Token Sales: An Overview of Relevant Laws and Regulations in Different Jurisdictions*, Blockchain Research Institute, 2018, 61. Di

In tal senso, prima di procedere oltre nell'analisi, è d'uopo sottolineare come a livello sovranazionale (UE) sono state intraprese numerose azioni, di diversa portata e natura, sia con la Direttiva MiFID II che con la più recente proposta MiCAR<sup>5</sup>. Tuttavia, il presente articolo si pone l'obiettivo di analizzare il modo in cui si sono "mossi" gli ordinamenti giuridici nazionali italiano e sanmarinese che, seppure accomunati dai confini territoriali, hanno adottato soluzioni distanti una dall'altra se non diametralmente opposte – esulando, dunque, lo studio del panorama sovranazionale dalla presente trattazione.

## 2. La qualificazione giuridica nel quadro italiano

Nel panorama giuridico italiano, la CONSOB è l'ente preposto a regolamentare le *Initial Coin Offerings* (ICOs) e i *token*, essendo essi

---

conseguenza, alcuni Stati membri hanno una legislazione "accessoria", accanto alle norme dell'UE mentre altri, per converso, non hanno provveduto a predisporre proprie regolamentazioni specifiche. Si veda, per un'analisi generale dello sviluppo e della crescita all'interno dell'Unione Europea di tale fenomeno (in particolare, delle criptovalute) CATTELAN – GIMIGLIANO, *Digital currency schemes: more or less sustainable? Limits to growth and electronification of money in Europe*, in *Ianus, Rivista di studi giuridici*, no. 21, 2020, 21, in cui gli autori affermano come «the European Union is fertile and interesting terrain for the experimental innovation of means of payment and settlement». *Ibid.* Del medesimo avviso PERNICE, *Criptovalute, tra legislazione vigente e diritto vivente*, in *Ianus, Rivista di studi giuridici*, no. 21, 2020, 46, afferma come il legislatore europeo, «nel tentativo di offrire una sia pur embrionale disciplina del fenomeno, è intervenuto in materia con una definizione di valuta virtuale volutamente ampia», sottolineando la volontà, allo stesso tempo, di circoscrivere il fenomeno senza, tuttavia, limitarne la portata e l'espansione.

<sup>5</sup> Si veda, generalmente, STEVERDING – ZURECK, *Initial Coin Offerings in Europe – The Current Legal Framework and its Consequences for Investors and Issuers*, Essen, 2020, 43. Gli autori affermano, in relazione ai *token*, che se essi «are transferable securities as defined in MiFID 2, they are subject to the full scope of EU financial markets regulation. This includes prospectus requirements and prospectus liability for offering tokens». Inoltre, MATTASSOGLIO, *Waiting for the EU... The paradoxical effect of ICO's: a national regulation for a global phenomenon*, in RIV. REGOLAZ. MERC., 2020, 348-366, analizzando la proposta MiCAR sottolinea come questa «proposes a bespoke regime for utility tokens and the so-called stablecoins, in other words, the typologies which fall outside the financial and e-money regulatory frameworks». *Ibid.* Ancora, «la Proposta provvede a regolare in maniera specifica l'offerta di particolari categorie di cripto-attività. Queste sono sostanzialmente tre e [...] nonostante il loro numero richiami la tripartizione tradizionale in criptovalute, utility token e investment token, la Proposta si discosta almeno parzialmente da questa classificazione». LENER – FURNARI, *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari "crittografati"?*, *DirittoBancario.it*, 2020.

assimilabili a strumenti finanziari<sup>6</sup>.

La funzione di vigilanza della CONSOB, infatti, si rivolge anche ai progetti miranti alla raccolta di fondi effettuata attraverso l'emissione di *token*, ovvero le ICOs<sup>7</sup>.

A tal proposito, stando a quanto affermato dal rapporto stilato dalla CONSOB, in particolare, le ICOs «in base alle caratteristiche dei token offerti, possono determinare negli acquirenti aspettative di rendimenti/ritorni economici rappresentati, a grandi linee, da proventi: i) in via diretta (rendimenti parametrati all'andamento dei ricavi, dei volumi di beni e servizi venduti o dei profitti dell'iniziativa imprenditoriale); ii) in via indiretta, correlati al potenziale apprezzamento del valore dei token negoziati in dedicati exchange»<sup>8</sup>.

Pertanto, le soluzioni adottate in tal senso dovranno essere in grado di assicurare la liquidità per gli investimenti e, al contempo, un'elevata affidabilità delle piattaforme sulle quali vengono scambiati i *token*<sup>9</sup>.

A onor del vero, l'emissione di *token* potrebbe essere interessata dall'applicazione analogica di norme predisposte per tipologie simili di *asset* finanziari<sup>10</sup>.

<sup>6</sup> CAVICCHIOLI, *La Consob italiana si pronuncia sull'emissione di nuovi token e sdogana le ICO*, Tiscali Innovazione, 2019. Disponibile al sito <https://innovazione.tiscali.it/news/articoli/la-consob-italiana-si-pronuncia-sull-emissione-di-nuovi-token-e-sdogana-le-ico>. Consultato il 06 maggio 2020.

<sup>7</sup> *Ibid.* Va, comunque, sottolineato come allo stato attuale «se, da un lato, l'ordinamento italiano ha dato una definizione legale di criptovaluta (peraltro solo a fini di normativa anticircolaggio [...] dall'altro, nemmeno la CONSOB ha ancora regolamentato le ICO». MURINO, *L'oggetto del conferimento di s.r.l. nelle massime notarili e i token*, in *Riv. Not.*, 2018, *cit.*, 1297. Pertanto, al momento, non è possibile rinvenire vere e proprie regolamentazioni in materia, ma solo linee guida e report definitivi e orientativi.

<sup>8</sup> CONSOB, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, 2020, *cit.*, 6. Disponibile al sito [http://www.consob.it/documents/46180/46181/ICOs\\_rapp\\_fin\\_20200102.pdf](http://www.consob.it/documents/46180/46181/ICOs_rapp_fin_20200102.pdf). Consultato il 3 marzo 2021.

<sup>9</sup> CAVICCHIOLI, *supra* nota 6. Il suggerimento della CONSOB, più specificamente, è stato quello di adottare due soluzioni, molto simili tra di loro, al fine di fornire garanzie agli investitori in ogni 'momento' dell'attività di scambio dei *token*.

<sup>10</sup> CONSOB, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, Divisione Strategie Regolamentari, 2020, 8. Disponibile al sito [http://www.consob.it/documents/46180/46181/doc\\_disc\\_20190319.pdf](http://www.consob.it/documents/46180/46181/doc_disc_20190319.pdf). Consultato il 3 marzo 2021. A tal proposito, per esempio, si pensi alla normativa per l'*equity-based crowdfunding*, che in Italia è stata recentemente introdotta dalla CONSOB. Si veda, CONSOB, *L'equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi*, 2016. Disponibile <http://www.consob.it/documents/>. Consultato il 3 marzo 2021. Mediante tale forma di finanziamento, le imprese utilizzano piattaforme per offrire azioni al pubblico. *L'equity gap* riduce il successo delle nuove start-up impedendo loro di concentrare le proprie energie e risorse sul loro *core business*. Si veda, HAGEDORN – PINKWART, *The Financing Process of Equity-*

Ciò posto, la CONSOB, dal punto di vista regolamentare, utilizza un doppio *sandbox* (legato all'emissione di *token* e alla successiva circolazione)<sup>11</sup>.

## 2.1. L'approccio regolamentare della CONSOB

Nello specifico, l'approccio proposto dalla Commissione, quindi, intende «identificare le “cripto-attività” nelle attività diverse dagli strumenti finanziari di cui all'art. 1 comma 2 TUF e da prodotti di investimento [...] consistenti nella rappresentazione digitale di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali, emesse, conservate e trasferite mediante tecnologie basate su registri distribuiti, nonché negoziate o destinate a essere negoziate in uno o più sistemi di scambi»<sup>12</sup>.

A questo proposito tale approccio non è inteso a «catturare cripto-attività che siano strumenti di pagamento, né cripto-attività che, per le loro caratteristiche, ricadano in categorie disciplinate da normativa di derivazione UE (strumenti finanziari, IBIP)». Infatti, in questo senso, in particolare, anche qualora i *token* «non possano definirsi quali valori mobiliari, si è ammessa la possibilità di ricondurle nella più ampia definizione (peraltro non tassativa) dei c.d. “prodotti finanziari”, quantomeno per quelli “atipici”»<sup>13</sup>.

---

*Based Crowdfunding: An Empirical Analysis*, in *Crowdfunding in Europe. State of the Art in Theory and Practice*, BRÜNTJE – GAJDA (eds.), *Studies in Small Business and Entrepreneurship*, Cham, 2016, 71-73.

<sup>11</sup> Si permetta riferimento a ZAMBARDINO, *Blockchain Technology and Regulatory Issues*, in *Legal Perspective on Blockchain Theory, Outcomes, and Outlooks*, BORRONI (ed.), Pubblicazioni del Dipartimento di Scienze Politiche Jean Monnet dell'Università degli Studi della Campania Luigi Vanvitelli, ESI, 2019, 99. In particolare, il termine *sandbox* prende le mosse dalla recente iniziativa della *Financial Conduct Authority* di predisporre un *sandbox*, appunto, regolamentare nel Regno Unito. Nello specifico, si tratta di «a safe space in which fintech companies targeting British markets can test out new technologies within a ‘light touch’ regulatory environment under close government supervision and for a defined period of time». MAUPIN, *Mapping the Global Legal Landscape of Blockchain Technologies*, Max Planck Institute for Comparative Public Law & International Law, Centre for International Governance Innovation, 2017, *cit.*, 12.

<sup>12</sup> SARZANA, *La CONSOB interviene su Blockchain e token*, Il Sole24Ore, 2020, *cit.* Disponibile al sito <https://fulviosarzana.nova100.ilssole24ore.com/2020/01/02/la-consob-interviene-su-blockchain-e-token/>. Consultato il 3 marzo 2021.

<sup>13</sup> *Ibid.* Si veda, sul medesimo punto, MICHÌ, *Criptovalute e capitale sociale: un binomio imperfetto?*, in *Riv. Not.*, 2019, 604 ss. Si tratta, nello specifico, di una tipologia di prodotti finanziari che circolano con le medesime forme e con i medesimi effetti dei titoli di credito, ma che non rientrano in alcuna delle tipologie menzionate dal legislatore sia nel codice civile, sia nel codice della navigazione, sia in leggi speciali.

La CONSOB, quindi, non considera il *token* di pagamento come equivalente alla moneta, bensì, dal punto di vista della circolazione secondaria predilige una circolazione attraverso portali di emissione/*exchange*, denominati *Initial Exchange Offering* (IEO)<sup>14</sup>, che rappresenta una raccolta di fondi amministrata da un *exchange*. Dal punto di vista della distribuzione dei *token*, in particolare, le IEO sono condotte dai *crypto-exchange* per conto dei team di sviluppo del nuovo progetto *blockchain* a cui il *token* da promuovere è legato<sup>15</sup>.

Tuttavia, la CONSOB pone l'attenzione sulle piattaforme di custodia e di trasferimento – dunque, attività *post-trading* – che, al contrario, non risultano ancora avere relativa regolamentazione. È utile ricordare, infatti, sul punto, come le piattaforme per la negoziazione dei *token* vengano indicate come “*exchanges*” mentre, per converso, la custodia degli stessi viene effettuata mediante i c.d. “*wallets*”. Tali concetti sono sovente sovrapposti in quanto le piattaforme di *exchange* operano, in taluni casi, anche come *wallet provider*<sup>16</sup>.

A tal proposito, la CONSOB richiede che, per poter operare sul mercato, vengano creati due registri pubblici, gestiti dalla stessa Commissione, all'interno dei quali siano registrati tutti i servizi di custodia e di scambio di *crypto-asset*<sup>17</sup>.

---

<sup>14</sup> SARZANA, *supra* nota 12. Si afferma, in particolare, che «sui sistemi di scambio registrati presso la Consob possa essere realizzata, se finalizzata alla successiva negoziazione sui medesimi, anche una Initial Exchange Offering. [...] Nelle IEO, in particolare, si assisterebbe ad una riduzione dei costi dell'operazione a carico dell'emittente, che si rapporterebbe con una sola piattaforma (l'*exchange*), e ad una maggiore tutela dei sottoscrittori sotto il profilo della “liquidabilità”, in ragione del fatto che i *token* di nuova emissione sarebbero immediatamente scambiabili sul “secondario”». *Ibid.*

<sup>15</sup> C. BRUMMER – Y. YADAV, *Fintech and the Innovation Trilemma*, in *Geo. L. J.*, 2019, 235. Vi sono importanti differenze tra IEO e ICO. La prima importante differenza consiste nella presenza di un intermediario, l'*exchange*, tra la società emittente e gli investitori. Inoltre, rispetto ad una ICO, una IEO implica sicuramente minori spese e sforzi di pubblicizzazione della raccolta. Tuttavia, la principale differenza riguarda l'aspetto regolamentativo, in quanto è diverso il soggetto che si occupa di adempiere alla normativa antiriciclaggio, nonché la normativa applicabile in base ai casi alla singola emissione sulla base delle caratteristiche dei *token*. Se nelle ICO, infatti, la maggioranza degli obblighi gravavano sulla società emittente, nelle IEO, per converso, questi possono essere adempiuti dall'*exchange* stesso.

<sup>16</sup> CONSOB, *supra* nota 10. In tal modo, dunque, l'*exchange* agisce anche da «internalizzatore di regolamento», attraverso la registrazione sui propri sistemi del trasferimento di *token* (ed eventualmente di valuta corrente) conseguente alle negoziazioni.

<sup>17</sup> CONSOB, *supra* nota 10. Quanto previsto dalla CONSOB non rappresenta una novità radicale in quanto, ad esempio, già in Giappone e Corea del Sud si è introdotta una disciplina di tal fatta e ha prodotto risultati incoraggianti nell'ambito dei mercati *crypto*. CAVICCHIOLI, *supra* nota 6. In tal senso, quindi, l'obiettivo della CONSOB è fondamentalmente «solo quello di ridurre i rischi, soprattutto per quanto riguarda gli investitori c.d. *retail* (ovvero quelli non

Con particolare riferimento all'elemento della negoziazione, nel proprio report la CONSOB sottolinea come alcuni tipi di *token* possano non essere specificamente destinati alla negoziazione «almeno non sin dal momento della loro emissione, pur svolgendosi questa attraverso un'offerta (ICO) destinata a una platea vasta di potenziali investitori e come, al contrario, esisterebbero anche cripto-attività emesse direttamente in fase di exchange (Initial Exchange Offering) senza una preliminare Initial Coin Offering»<sup>18</sup>.

La stessa Commissione stabilisce che, al fine di una adeguata regolamentazione, in merito all'elemento della negoziazione, all'interno del documento stesso di informativa preliminare sull'offerta (il *whitepaper*, appunto) dovrà essere verificabile tale caratteristica del *token* attraverso le informazioni contenute<sup>19</sup>.

Considerato quanto affermato nei paragrafi precedenti, al fine di poter individuare la normativa applicabile al caso di specie è importante analizzare, di volta in volta, le diverse tipologie di *token*, oggetto di emissione della ICO – i.e. *security token* o *utility token*<sup>20</sup>.

Nel caso dei *security token*, essendo riconducibili a strumenti finanziari, le relative ICO «sono soggette alla normativa finanziaria e l'emittente dovrà dotarsi di un prospetto informativo ed effettuare le previste comunicazioni ai

---

professionali), visto che tali registri servirebbero allo stesso ente per poter controllare l'operato delle piattaforme di custodia e di scambio in modo da verificare che non si macchino di comportamenti illeciti». *Ibid.*

<sup>18</sup> CONSOB, *supra* nota 10, 6.

<sup>19</sup> Non solo, all'interno del documento si dovrà considerare, inoltre, anche quelli che sono gli accordi conclusi dal promotore dell'operazione di ICO con la piattaforma che si occuperà dell'*exchange*. *Ibid.* Inoltre, con riferimento ai requisiti delle cripto-attività negoziabili, il documento della CONSOB prevede che i gestori dei sistemi di scambio registrati presso la Commissione stessa rendano disponibili anche cripto-attività «che non siano state oggetto di un'offerta per il tramite di una delle piattaforme regolamentate di ICOs, a condizione che sia disponibile al pubblico un sufficiente set informativo relativo alle medesime». *Ibid.* Tale previsione ha l'obiettivo di attrarre nell'area della regolamentazione un ventaglio quanto più ampio possibile di cripto-attività; ciò rimane, tuttavia, possibile a condizione che le cripto-attività «in questione rispettino le condizioni di ammissione previste in via generale dall'organizzatore del sistema di scambi e che, come suggerito in sede di consultazione, siano (rese) disponibili adeguate informazioni per gli investitori». *Ibid.*

<sup>20</sup> BATTAGLINI, *ICO: tipologia di token e profili regolamentari*, 4C Legal, 2017. Disponibile al sito <https://www.4clegal.com/opinioni/ico-tipologia-token-profilo-regolamentari>. Consultato il 3 marzo 2021. Va, inoltre, precisato che le «ICO non seguono il modello legale di alcun ordinamento, con la conseguenza che agli Stati non resta che agire di rimessa». LANGENBUCHER, *Initial coin offerings – where do we stand and should we move?*, in *Rev. Trim. Dr. Fin.*, 2018, 40 ss.

pubblici regolatori»<sup>21</sup>.

A tal fine, in Italia è intervenuta ancora la CONSOB, con la delibera n. 20110 del 13 settembre 2017<sup>22</sup> – avente ad oggetto la sospensione dell’offerta al pubblico di attività in investimenti finanziari – rimarcando quali siano i criteri da tenere in considerazione per capire quando ci si trovi di fronte a un investimento di natura finanziaria<sup>23</sup>.

Gli *utility token*, per converso, rappresentano un diritto di accesso futuro a un determinato prodotto o servizio proposto dall’emittente, la cui progettazione non abbia finalità di investimento né speculative, partecipative e / o monetarie. In tal caso, l’ICO potrebbe essere ricondotta nell’alveo dell’offerta al pubblico e, in quanto tale, disciplinata dall’articolo 1336 del codice civile<sup>24</sup>.

---

<sup>21</sup> *Ibid.* La nozione di strumenti finanziari è stata introdotta nell’ordinamento italiano dal d.lg. 23 luglio 1996 n. 415 (art.1), in attuazione della direttiva comunitaria no. 22 del 10.5.1993 relativa ai servizi di investimento. Uno strumento finanziario, in breve, è un contratto monetario tra due parti, che può essere negoziato e saldato. Questa tipologia di contratto si configura, per una delle parti (il compratore), come un *asset*, mentre, per contro, per l’altra parte (il venditore) rappresenta una passività. Tali strumenti finanziari, secondo una definizione della CONSOB, «rientrano nella categoria dei prodotti finanziari e sono costituiti da azioni, obbligazioni, altri titoli di debito, titoli di Stato, altri strumenti finanziari negoziabili sul mercato dei capitali, quote di fondi comuni d’investimento, altri titoli negoziati sul mercato dei capitali e sul mercato monetario, strumenti finanziari derivati». CONSOB, *I titoli di credito e gli strumenti finanziari*. Disponibile al sito <http://www.consob.it/web/investor-education/i-titoli-di-credito>. Consultato il 06 maggio 2020.

<sup>22</sup> CONSOB, *Sospensione, ai sensi dell’art. 99, comma 1, lett. b), del D. lgs. n. 58/1998, dell’offerta al pubblico residente in Italia effettuata dalla società Cryp Trade Capital avente ad oggetto investimenti di natura finanziaria promossi tramite il sito internet <https://cryp.trade>*, Delibera n. 20110, 2017. Disponibile al sito <http://www.consob.it/it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/hide/interdittivi/divieto/2017/d20110.htm>. Consultato il 06 maggio 2020. La CONSOB ha rimarcato, in tal caso, il proprio potere ex art. 99, comma 1, lett. b) del TUF, in base al quale «può sospendere in via cautelare, per un periodo non superiore a novanta giorni, l’offerta avente ad oggetto prodotti diversi da quelli di cui alla lettera a) [ovvero strumenti finanziari comunitari], in caso di fondato sospetto di violazione delle disposizioni del presente Capo [che disciplina l’offerta al pubblico di prodotti finanziari] o delle relative norme di attuazione».

<sup>23</sup> R. BATTAGLINI, *supra* nota 20. Nello specifico, i criteri cui si fa qui riferimento sono, *inter alia*, impiego di capitale, aspettativa di rendimento di natura finanziaria, assunzione di un rischio connesso all’impiego di capitale

<sup>24</sup> Gli *utility token* sono stati, in tal senso, qualificati dalla CONSOB al pari dei *vouchers*. Pertanto, «these tools acquire fiscal relevance once they are used to buy the object or the service they do incorporate. According to Italian regulatory provisions, utility token, having voucher’ characteristic, may be qualified as means of legitimization as provided – in aggiunta – for in art. 2002 Italian Civil Code». CAPPIELLO, *Cepet Leges in Legibus. Cryptoasset and Cryptocurrencies Private International Law and Regulatory Issues from the Perspective of EU*

Tuttavia, va considerato che, «nel caso di pre-vendita, vi potrebbe comunque essere il rischio che i pagamenti possano essere considerati depositi bancari: è pertanto consigliabile, sebbene non vi sia certezza giuridica sulla forza di tale approccio, caratterizzare lo utility token come bene digitale e il relativo SAFT come vendita di cosa futura»<sup>25</sup>.

Ne consegue, pertanto, che gli *utility token* possano rappresentare dei diritti amministrativi non trasferibili e non negoziabili; per contro, i *security token* sono trasferibili e negoziabili e, dal punto di vista operativo, rappresentano una serie di diritti quali, per esempio, diritti di voto, diritti su flussi di cassa, diritti di proprietà su attività finanziarie<sup>26</sup>.

---

*and Its Member States, Dir. Comm. Int.*, fasc. 3, 2019, nota 15.

<sup>25</sup> R. BATTAGLINI, *supra* nota 20. Per quel che concerne, brevemente, la definizione di *Simple Agreement for Future Token* (SAFT), si tratta di una procedura proposta per le aziende che conducono ICO. Tale procedura è, essenzialmente, un contratto a termine con investitori accreditati per la consegna di token. Il SAFT, nello specifico, è uno strumento negoziale ideato al fine di trasmettere diritti sui token in una fase preliminare all'emissione e circolazione degli stessi. Questa tipologia di ICO prevede che i *token* non vengono consegnati fino al completamento della rete e, quindi, fino a tale data ne è sospesa la negoziazione. Inoltre, tale procedura esclude i piccoli investitori dalla possibilità di agire come investitori e *venture capitalist*. Il fatto che un *token* che non possa essere immediatamente negoziato costituisce un evidente limite alla sua appetibilità. ESSAGHOOLIAN, *Initial Coin Offerings: Emerging Technology's Fundraising Innovation*, in *UCLA L. Rev.*, 2019, 335-336.

<sup>26</sup> CAPONERA & GOLA, *Aspetti economici e regolamentari delle «cripto-attività»*, Banca d'Italia, Occasional Paper, Questioni di Economia e Finanza, no. 484, 2019, *cit.*, 6. Il Documento della Banca d'Italia, a differenza di quanto fatto dalla CONSOB, si propone di analizzare prevalentemente gli aspetti relativi al trattamento contabile e prudenziale delle cripto-attività. I profili economici, le criticità relative agli *exchanges* e ai *wallet providers*, nonché il problema della tracciabilità delle transazioni e le principali iniziative regolamentari adottate nelle varie giurisdizioni, sono solo accennati. Con la delibera CONSOB n. 20660 del 31 ottobre 2018, è stata sospesa *ex art. 99*, primo comma, lett. b), del TUF, l'ICO lanciata dalla *Togacoin LTD* che aveva per oggetto la collocazione sul mercato del *token TGA*. La CONSOB, in questo caso, ha sospeso «in via cautelare l'offerta al pubblico di token in quanto posta in essere in violazione delle disposizioni normative e regolamentari che disciplinano l'offerta al pubblico di prodotti finanziari» PIRANI, *Gli strumenti della finanza disintermediata: "Initial Coin Offering" e "blockchain"*, in *Analisi Giur. Econ.*, 2019, 341. Proprio la qualificazione dei *token* in questione come prodotti finanziari rappresenta il profilo più interessante della delibera n. 20660/2018. L'Autorità di vigilanza, dopo aver richiamato la definizione fornita dall'art. 1, primo comma, lettera t), del TUF, individuava gli elementi costitutivi dell'offerta al pubblico nella (i) circostanza che l'attività di collocamento abbia a oggetto «prodotti finanziari; (ii) presenza di una comunicazione al pubblico diretta a far acquistare o sottoscrivere i prodotti finanziari oggetto dell'offerta; (iii) la destinazione dell'offerta al pubblico residente in Italia. In questo senso, «se appare difficile negare la sussistenza dei requisiti ii) e iii) nell'ICO lanciata dalla *Togacoin LTD* potrebbero sorgere dubbi in merito alla qualificazione del token TGA come prodotto finanziario» *Ibid.*

La CONSOB, di conseguenza, ha proposto un regime specifico, c.d. di *opt-in*, riservato a coloro i quali intendano avviare offerte di cripto-attività in Italia. In questo modo, l'approccio delineato per lo svolgimento delle offerte in sede di nuova emissione di cripto-attività sarebbe in grado di conciliare le caratteristiche del fenomeno con le esigenze di tutela degli investitori<sup>27</sup>.

Tale previsione, in particolare, è subordinata alla necessità di non cristallizzare il fenomeno all'interno di schemi preesistenti, soprattutto in considerazione della continua evoluzione dello stesso<sup>28</sup>.

Il mezzo con cui veicolare l'offerta è principalmente la "piattaforma per le offerte di cripto-attività", intesa come piattaforma online il cui fine esclusivo sia la promozione e realizzazione di offerte di cripto-attività di nuova emissione<sup>29</sup>.

Il medesimo regime di *opt-in*, di conseguenza, sarà garantito, in base al regolamento, anche alla successiva fase di scambio delle cripto-attività; nello specifico, dunque, con riferimento ai mercati secondari in cui esse possono essere negoziate<sup>30</sup>.

Va sottolineato, comunque, che la natura del regime di *opt-in* adottato nel documento della CONSOB rischia di apparire puramente teorica; infatti, alla

<sup>27</sup> VILLANUEVA COLLAO, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, in *U. Ill. L. Rev.*, 2019, 5-6.

<sup>28</sup> M. NICOTRA, *ICO Initial Coin Offering: una ricostruzione giuridica del fenomeno*, Blockchain4Innovation, 2019. Disponibile al sito <https://www.blockchain4innovation.it>. Consultato il 08 marzo 2021. Pertanto, è stata introdotta «una disciplina facoltativa a cui l'offerente può scegliere di accedere o meno: nel caso in cui opti per l'adesione il pubblico di investitori avrà maggiori sicurezze circa la serietà dell'iniziativa, potendo essere attuati una serie di controlli e tutele non presenti nel caso in cui l'offerta sia veicolata tramite canali diversi». *Ibid.*

<sup>29</sup> CONSOB, *supra* nota 10, 10. In tal senso, la stessa CONSOB all'interno del proprio documento afferma come la creazione di «un ecosistema di piattaforme abilitate che offrono i crypto-alternative product parteciperà sicuramente alla generazione di un sistema più efficiente in termini di sicurezza, per le informazioni e documentazioni richieste alla società proponente ed efficienza in termini di confronto per il cliente delle possibilità di investimento da un numero di portali limitato». Inoltre, la gestione di tali piattaforme potrebbe essere effettuata «in primis da coloro che sono autorizzati, ai sensi dell'art. 50 quinquies TUF e del regolamento n. 18592/2013 della Consob, a gestire le piattaforme di equity crowdfunding, la cui attività verrebbe quindi estesa a tali nuovi strumenti». NICOTRA, *supra* nota 28.

<sup>30</sup> Si fa riferimento a tal proposito ai c.d. *exchange*, i quali non sono soggetti ad alcuna normativa specifica, stante l'attuale quadro normativo. Si potrebbe, in questo caso, «optare per l'iscrizione in un apposito albo, vincolandosi al rispetto dei requisiti di organizzazione, funzionamento e sicurezza stabiliti dalla Consob. Ciò consentirebbe di fornire al pubblico degli investitori un criterio per valutare la maggior affidabilità della piattaforma di negoziazione, incentivando così la scelta di effettuare le negoziazioni su quelle piattaforme che si sono avvalse del regime facoltativo». M. NICOTRA, *supra* nota 28.

luce del modello di *business* delle ICOs, la semplice ipotesi di affidare agli intermediari qualificati le attività di “promozione e collocamento / emissione” nell’ambito di un’ICO, seguendo i tradizionali schemi operativi di “marketing remoto” ai sensi dell’articolo 32 del Testo Unico della Finanza, probabilmente si rivelerebbe tecnicamente impossibile e operativamente irrealizzabile<sup>31</sup>.

Per concludere, l’obiettivo di predisporre una disciplina *ad hoc* nei confronti di quelle tipologie di *token* che «in astratto potrebbero ricadere nella definizione di “prodotto finanziario” unito al regime facoltativo di opt-in per gli operatori, mira a creare una sorta di “sandbox” in cui coloro che intendano avviare delle ICO, o offerte iniziali di cripto-attività, riescano a realizzare il loro progetto in un contesto di certezza giuridica, introducendo nel contempo una serie di requisiti sotto la vigilanza della Consob a tutela del pubblico dei potenziali investitori che sarebbero così in grado di valutare più compiutamente la serietà ed affidabilità degli operatori stessi»<sup>32</sup>.

### 3. Il caso di San Marino

La Repubblica di San Marino è tra gli Stati più attivi in merito alla regolamentazione dei *token* e, più in generale, delle critpovalute e della tecnologia *blockchain*. Una delle normative più importanti in tal senso è rappresentata dal Decreto Delegato 27 febbraio 2019 no. 37, intitolato “Norme sulla tecnologia blockchain per le imprese”<sup>33</sup>.

La norma, *inter alia*, effettua una ricostruzione sistematica ed esaustiva del fenomeno dei *token* digitali, distinti anche in questo caso, in *utility* e *security*<sup>34</sup>.

---

<sup>31</sup> CARRIÈRE, *The Italian Regulatory Approach to Crypto- Assets and the Utility Tokens’ ICOs*, BAFFI CAREFIN, Centre for Applied Research on International Markets, Banking, Finance and Regulation Research Paper Series, Working Paper n. 113, 2019, 19.

<sup>32</sup> NICOTRA, *supra* nota 28.

<sup>33</sup> Decreto Delegato 27 febbraio 2019 n.37, *Norme sulla tecnologia blockchain per le imprese*. Disponibile al sito <https://www.consigliograndeegenerale.sm/on-line/home/lavori-consiliari/dettagli-delle-convocazioni>. Consultato il 06 maggio 2020. In particolare, il decreto è relativo a quei *token* che «sono riconosciuti universalmente come mezzo di pagamento equivalente alla moneta». Si veda, MOTTOLA, *Decreto Blockchain della Repubblica di San Marino. Norme sulla Tecnologia Blockchain per le imprese*, San Marino Innovation, 2019, cit., 16. Disponibile al sito <https://DecretoBlockchain-SanMarino.pdf>. Consultato il 06 maggio 2020.

<sup>34</sup> Infatti, in tale sede di discussione, per il momento l’inquadramento giuridico degli *utility token*, che «consentono l’accesso futuro ai prodotti e servizi offerti da un’azienda e, pertanto, non costituiscono un investimento né soggiacciono alle regole proprie delle attività di investimento» non è preso in considerazione. SARZANA, *Blockchain: San Marino alla prova*

In particolare, in base a quanto previsto dall'art 9 del Decreto, in caso di offerta al pubblico di *token* d'investimento, è prevista la necessità di predisporre un apposito prospetto informativo, nonché le informazioni sull'azienda, la situazione economico-patrimoniale e gestionale e la evoluzione dell'attività dell'emittente, conformemente con quanto previsto dalla Direttiva Prospetti<sup>35</sup>.

Secondo dottrina autorevole, però, «i token asset digitali, pur rientrando nel genus del prodotto finanziario, sarebbero più propriamente uno strumento finanziario e perciò ad essi si applicherebbe non solo la Direttiva prospetti ma anche e soprattutto una diversa disciplina, la Direttiva 2014/65/UE (“MiFID II”)<sup>36</sup>.

In particolare, per quel che concerne le norme che regolano l'emissione di *token*, per entrambe le tipologie si articolano su due principali linee direttrici. *In primis*, l'obbligo di *disclosure* di informazioni rilevanti da parte dell'ente che utilizza la blockchain; in secondo luogo, la possibilità di condizionare l'offerta a una serie di misure rafforzate al fine di tutelare l'utente e del mercato<sup>37</sup>.

Il decreto *blockchain* di San Marino, comunque, non si limita soltanto alla definizione dei *token*, ma fornisce anche una serie di vantaggi sotto il profilo fiscale; a tale proposito, tutti i ricavi provenienti da operazioni effettuate utilizzando i *token* saranno esentasse<sup>38</sup>.

---

*degli ICO e dei Token digitali. Prodotti finanziari o strumenti finanziari?*, Il Sole24Ore, 2019. Per completezza, la definizione di *utility token*, così come contenuta nel Decreto *Blockchain* stabilisce che essi «altro non sono che voucher per l'acquisto di beni o servizi offerti dall'Ente che li emette». MOTTOLA, *supra* nota 33, 16. Per converso, la definizione di *token* d'investimento, come contenuta nel Decreto delegato è la seguente: «[i] token di investimento di cui all'articolo 7, comma 2, lettera b) sono asset digitali che rappresentano, alternativamente, a seconda dello strumento sottostante: a) azioni dell'emittente; b) strumenti finanziari partecipativi dell'emittente; c) titoli di debito dell'emittente». Decreto Delegato, *supra* nota 33, art. 9.

<sup>35</sup> SARZANA, *supra* nota 12. Si tratta, dunque, essenzialmente di quanto previsto in relazione all'offerta al pubblico di un prodotto finanziario.

<sup>36</sup> *Ibid.*

<sup>37</sup> MOTTOLA, *supra* nota 33, 17.

<sup>38</sup> Anche se, tale affermazione merita una dovuta precisazione. La previsione di una totale esenzione fiscale vale soltanto nei casi in cui le operazioni sono effettuate all'interno dello Stato. Come previsto dall'art 11 c. 3 del Decreto Delegato che afferma che «[i] redditi realizzati attraverso operazioni effettuate con i token di cui all'articolo 7, comma 2, lettere a) e b) sono esenti da imposizione ai fini dell'Imposta Generale sui Redditi cui alla Legge 16 dicembre 2013 n.166 e successive modifiche». Per converso, saranno sottoposti alle norme in materia fiscale previste dal Paese di destinazione nel caso in cui le transazioni siano da San Marino verso l'estero. MOTTOLA, *supra* nota 33, 19.

L'aspetto principale di tale previsione, dunque, è legato alla convenienza fiscale che garantisce. Tale previsione, dal punto di vista della classificazione e regolamentazione dei *token*, pone la Repubblica di San Marino in netto vantaggio rispetto ad altre giurisdizioni, grazie ad un sistema giuridico-fiscale chiaro, conveniente e flessibile.

### 3.1. Una regolamentazione “all'avanguardia”

La regolamentazione proposta dalla Repubblica di San Marino desta interesse per l'esplicito richiamo, in alcuni suoi punti, alle normative europee e ai principi che disciplinano l'offerta di prodotti finanziari<sup>39</sup>.

Operativamente, la normativa in esame ha l'obiettivo di essere applicabile a livello universale nei confronti dei soggetti che, «seppur non residenti nella Repubblica di San Marino, si avvalgono di sistemi blockchain»<sup>40</sup>.

Successivamente al riconoscimento e all'iscrizione nell'apposito registro, il richiedente rientra nella categoria di “Ente Blockchain” e, in quanto tale, è soggetto alla vigilanza da parte di *San Marino Innovation*, il quale ha specifici compiti di supervisione e, eventualmente, sanzionatori nei confronti dei soggetti emittenti.

Il decreto, in tal senso, è volto a regolare esclusivamente le offerte di *utility token* e di *security token* – le c.d. “*Initial Token Offering*” (ITO) – non contemplando alcuna disciplina per i token di pagamento<sup>41</sup>.

In particolare, i *token* di utilizzo sono qualificati come *voucher* che possono essere utilizzati per l'acquisto beni o servizi offerti dall'Ente Blockchain. In questo senso, in base a quanto previsto dalla normativa, le funzionalità del *token* «devono essere limitate all'accesso ai servizi e/o all'acquisto dei beni dell'Ente Blockchain ed i medesimi possono essere emessi solo ed esclusivamente qualora il bene o il servizio siano già

---

<sup>39</sup> NICOTRA, *supra* nota 28. È necessario ricordare, infatti, che tra l'Unione Europea e San Marino è stata sottoscritta il 22 marzo 2012 una Convenzione Monetaria – da ultimo modificata con decisione UE n. 2018/492 – con cui la Repubblica si è obbligata ad un progressivo adeguamento della normativa interna a quella europea.

<sup>40</sup> *Ibid.* Il riconoscimento «può essere concesso anche per emissioni di *token* effettuate in Paesi esteri, attraverso un meccanismo, quindi, che permetterebbe all'emittente di scegliere la giurisdizione e normativa applicabile senza dover necessariamente operare fisicamente dalla Repubblica di San Marino».

<sup>41</sup> Come dichiarato nel sito Internet di San Marino Innovation «[i]n questa prima fase si è deciso di non disciplinare le cosiddette criptovalute (o token di pagamento o payment token), dal momento che ad oggi rappresentano una fetta residuale del mercato di riferimento e poiché questa tipologia di token non può prescindere dalle regole del mercato monetario e dei servizi di pagamento». MOTTOLA, *supra* nota 33, 16.

disponibili al momento dell'emissione»<sup>42</sup>.

Inoltre, appare ineludibile la direzione della normativa alla disciplina dei *token* di utilizzo *stricto sensu* intesi, considerato il requisito per il quale «la loro funzionalità sia limitata ad accedere ai servizi o acquistare i beni dell'emittente, con esclusione, pertanto, dei c.d. token ibridi che possono incorporare anche diritti diversi i quali, in alcune ipotesi, li accomunano ai prodotti finanziari»<sup>43</sup>.

I *token* di investimento, per converso, sono considerati alla stessa stregua di *asset* digitali, il cui sottostante è costituito, alternativamente, (i) da azioni dell'emittente, (ii) da strumenti finanziari partecipativi dell'emittente (iii) da titoli di debito dell'emittente<sup>44</sup>.

Infine, il decreto 37/2019 della Repubblica di San Marino permette anche la possibilità gestire i rapporti con gli acquirenti dei *token* attraverso un apposito sistema di *trust*, il quale prevede l'esenzione fiscale per i redditi che si sono realizzati attraverso le *Initial Token Offerings* equiparando, in tal modo, quantomeno ai fini fiscali, i *token* di utilizzo alle valute straniere e i *token* di investimento a strumenti partecipativi<sup>45</sup>.

#### 4. Conclusioni

Le soluzioni adottate dai due ordinamenti considerati divergono in maniera sostanziale.

A San Marino è stato scelto lo strumento del Decreto Delegato per dettare

---

<sup>42</sup> NICOTRA, *supra* nota 28. Tali limitazioni «relative alle offerte iniziali dei token di utilizzo inducono a ritenere che San Marino abbia voluto precludere alle iniziative imprenditoriali i cui progetti siano ancora in fase di early stage la possibilità di avvalersi di tale strumento di raccolta di capitali, in quanto, soprattutto nel settore tecnologico, nelle fasi iniziali di progetto i fondi tipicamente sono necessari per sviluppare le piattaforme o le applicazioni da cui saranno poi commercializzati i prodotti o servizi oggetti dell'iniziativa». *Ibid.*

<sup>43</sup> *Ibid.*

<sup>44</sup> MOTTOLA, *supra* nota 33, 16.

<sup>45</sup> PISANU, *Blockchain per l'antiriciclaggio, quali regole: il caso di San Marino*, Agenda Digitale, 2019. Disponibile al sito <https://www.agendadigitale.eu/documenti/blockchain-per-lantiriciclaggio-quali-regole-il-caso-di-san-marino/>. Consultato il 06 maggio 2020. In particolare, «[i]l trust si pone come interlocutore unico verso l'emittente dei token. Tramite il trust, si potranno gestire separatamente dall'attività del soggetto che emette i token sia l'emissione dei token stessi che i rapporti con i clienti». Si veda, inoltre, sul medesimo punto, LOCONTE, *San Marino in prima linea con il decreto Blockchain*, Milano, 2019. Si stabilisce, inoltre, «l'applicabilità a tutte le operazioni in esso contemplate della normativa a contrasto del riciclaggio di denaro». *Ibid.*

le basi regolamentari e si sta puntando verso il “modello *sandbox*”, che predispone per gli operatori uno strumento finalizzato a consentire sperimentazioni di applicazioni *FinTech* che, mediante nuove tecnologie, come per esempio la *blockchain*, possano consentire l’innovazione di servizi e prodotti.

Il legislatore sanmarinese, in questo senso, ha intrapreso una via più impervia e propositiva; già la scelta di regolamentare un fenomeno tanto sfuggente e intangibile è soggetta a critiche e a rischi di cambi repentini. Tuttavia, i *regulatory sandbox* hanno avuto successo in altri sistemi giuridici – come, per esempio, il caso del Bahrain<sup>46</sup> e degli Emirati Arabi<sup>47</sup> – e San Marino potrebbe diventare un naturale approdo per queste tipologie di programmazioni.

Il legislatore italiano, per converso, ha fissato solo regole comuni all’emissione e all’offerta delle categorie di *token* – *i.e.* presentazione di una richiesta di autorizzazione, redazione del *whitepaper* e di una nota di sintesi e obbligo di pubblicizzare l’offerta in modo accurato e veritiero<sup>48</sup>.

In Italia, infatti, il fenomeno non ha un riconoscimento normativo primario. Le esigenze di regolazione sin qui perseguite dalla Consob prendono le mosse da una particolarità giuridica domestica che prevede – a fianco alle regole discendenti dall’Unione Europea – una nozione più ampia di “prodotti finanziari”, nell’ambito della quale possono talora essere ricompresi i *token*. Le paure e le profilature dei rischi hanno prevalso sulle tendenze espansive finendo per privilegiare un approccio cauto e difensivo.

In particolare, l’orientamento italiano estende regole operazionali già conosciute, mimando con una certa elasticità le scelte effettuate dal legislatore per l’offerta pubblica. Sono, pertanto, regole non *ad hoc* che necessariamente devono essere adattate al caso concreto.

La loro non predisposizione per i *token* le rende il frutto di un parto forzoso, una soluzione forse semplicistica che, inevitabilmente, lascia spazio a critiche e debolezze.

---

<sup>46</sup> In particolare, nel 2017, la Banca centrale del Bahrain ha emanato la *Regulatory Sandbox Framework directive*, che «includes the eligibility criteria, filing requirements and timeline for the process». Si veda il sito della Banca centrale del Bahrain <https://www.cbb.gov.bh/fintech/>.

<sup>47</sup> Si tratta, nello specifico, del *ADGM RegLab* «a specially-tailored regulatory framework which provides a controlled environment for FinTech participants to develop and test innovative FinTech solutions». Si veda <https://u.ae/en/about-the-uae/digital-uae/regulatory-sandboxes-in-the-uae>. Consultato il 07 luglio 2021.

<sup>48</sup> In ipotesi di *token* di investimento è prevista anche la pubblicazione di un prospetto.