

I BATTELLI DEL RENO

Rivista on-line di diritto ed economia dell'impresa

(www.ibattellidelreno.uniba.it – www.ibattellidelreno.it)

direzione

Gianvito Giannelli Ugo Patroni Griffi Antonio Felice Uricchio

Comitato scientifico

Sabino Fortunato (coordinatore) - Lorenzo De Angelis - Pietro Masi - Cinzia Motti - Antonio Nuzzo - Luigi Filippo Paolucci - Salvatore Patti - Michele Sandulli - Gustavo Visentini

Redazione di Bari

Emma Sabatelli, Giuseppina Pellegrino, Eustachio Cardinale, Francesco Belviso, Rosella Calderazzi, Barbara Francone, Anna De Simone, Valentino Lenoci, Enrico Scoditti, Emma Chicco, Claudio D'Alonzo, Giuditta Lagonigro, Manuela Magistro, Francesco Salerno, Concetta Simone

Redazione di Foggia

Michele Bertani, Andrea Tucci, Giuseppe Di Sabato, Corrado Aquilino, Pierluigi Pellegrino, Grazia Pennella, Annalisa Postiglione

Redazione di Lecce

Maria Cecilia Cardarelli, Alessandro Silvestrini, Giuseppe Positano, Andrea Sticchi Damiani

Redazione di Napoli

Andrea Patroni Griffi, Alfonso M. Cecere, Nicola De Luca, Carlo Iannello, Sergio Marotta, Francesco Sbordone, Pasquale Serrao d'Aquino

Redazione di Roma

Giustino Enzo Di Cecco, Paolo Valensise, Vincenzo Vitalone, Valeria Panzironi, Ermanno La Marca, Valentina Depau

Redazione di Taranto

Daniela Caterino, Giuseppe Labanca, Cira Grippa, Gabriele Dell'Atti, Giuseppe Sanseverino, Pietro Genoviva, Francesco Sporta Caputi, Barbara Mele

Direzione

Piazza Luigi di Savoia n. 41/a

70100 – BARI - (Italy)

tel. (+39) 080 5246122 • fax (+39) 080 5247329

direzione.ibattellidelreno@uniba.it

Coordinatore della pubblicazione on-line: Giuseppe Sanseverino

Redazione: presso il Dipartimento Jonico in Sistemi Giuridici ed Economici del Mediterraneo:

Società, Ambiente, Culture - Sezione di Economia -

Via Lago Maggiore angolo Via Ancona

74121 - TARANTO - (Italy)

tel (+39) 099 7720616 • fax (+39) 099 7723011

redazione.ibattellidelreno@uniba.it

giuseppe.sanseverino@uniba.it

ISSN 2282-2461 I Battelli del Reno [on line]

I Battelli del Reno, rivista on line di diritto ed economia dell'impresa, è registrata presso il Tribunale di Bari (decreto n. 16/2012)

La rivista è licenziata con Creative Commons Attribuzione – Non commerciale - Non opere derivate 3.0 Italia (CC BY-NC-ND 3.0 IT)

Giulia Lasalvia

I MODELLI DI REGOLAZIONE DEI TOKEN

SOMMARIO: 1. Premessa: una sfida regolamentare. – 2. Le opzioni possibili: regolazione pubblica, regolazione privata e *audited self-regulation*. – 3. *Segue: i modelli di self regulation*. – 4. Quale modello per le *Initial Coin Offering*?

1. *Premessa: una sfida regolamentare*

Le *Initial Coin Offerings* costituiscono un esempio di «tecnologia applicata alla finanza», collocandosi a pieno titolo nel fenomeno Fintech¹, il quale nasce con l'intenzione di scardinare i postulati su cui è stato costruito il mercato finanziario - in primo luogo l'intermediazione – con l'obiettivo di democratizzare la finanza².

Esse si stanno affermando come nuovo e promettente strumento per il finanziamento delle imprese: l'imprenditore, senza l'ausilio di intermediari, si rivolge ad un pubblico

¹ COMMISSIONE EUROPEA, *Consultation document-FinTech: a more competitive and innovative european financial sector*, 2017; C. SCHENA, A. TANDA, C. ARLOTTA, G. POTENZA, *Lo sviluppo del Fintech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, in CONSOB, Quaderni Fintech, 2018.

In merito ai profili giuridici v. per tutti G. ALPA, *Fintech: un laboratorio per i giuristi*, in *Contr. Impr.* 2019, n.2, 377 ss.

² Cft. J. ROHR, A. WRIGHT, *Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets*, in *Hastings Law Journal* 2019, 463 ss.

potenzialmente globale per raccogliere denaro attraverso cui finanziare progetti, offrendo in cambio - tramite piattaforme di tipo *blockchain*³ - *asset* crittografici, tecnicamente definiti *coin* o *token* (in italiano, cripto-attività)⁴.

L'istituto in questione - dalla complessa fenomenologia - presenta i seguenti elementi identificativi: l'elezione del *world wide web* per la pubblicità e la promozione dell'operazione; l'emissione di valori digitali come corrispettivo per il finanziamento ottenuto; l'utilizzo della piattaforma di tipo *blockchain* in luogo delle infrastrutture tipiche del mercato finanziario⁵.

Tali fattori hanno permesso al fenomeno in questione - fortemente favorito anche dall'assenza di regolamentazione - di irrompere nel mondo della finanza registrando un notevole successo⁶.

³ La *blockchain* - appartenendo al *genus* delle *Distributed Ledger Technologies* c.d. DLT - può essere definita come «un registro pubblico distribuito, condiviso e immodificabile, organizzato secondo una serie di blocchi (di qui *block-chain*, «catena di blocco») che archiviano, ordinatamente e cronologicamente, un insieme di transazioni validate e correlate da un *timestamp* (marcatore temporale)». Così A. CONTALDO, F. CAMPARA, *Blockchain, criptovalute, smart contract, industria 4.0*, Pacini Giuridica, Pisa, 2019, spec. pp- 17. ss.; M. BELLEZZA, *Blockchain e Smart Contract in ambito finanziario e assicurativo*, in M. T. PARACAMPO (a cura di), *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, II edizione, Giappichelli, Torino, 2019, 309 ss.; M. MANENTE, *Blockchain, la pretesa di sostituire il notaio*, in *Not.*, 3, 2016, 211 ss.; M. SIENA, *La tecnologia Blockchain: criticità dal punto di vista legale, prime applicazioni e prospettive*, in *LUISS Law Review*, 1, 2019, 49 ss.; J. LOPES, J. L. PEREIRA, *Blockchain projects ecosystem: a review of current technical and legal challenges*, in A. ROCHA, L.P. REIS, H. ADELI, S. COSTANZO, *New Knowledge in information system and technologies*, vol. 2, Svizzera, 2019.

⁴ In argomento i principali contributi sono di a. CONTALDO, F. CAMPARA, op. cit., 1 ss.; L. FERRAIS, *Le Initial Coins Offerings. Fattispecie in cerca d'autore*, in M.T. PARACAMPO (a cura di), *cit.*, 269 ss.; P.P. PIRANI, *Gli strumenti della finanza disintermediata, Initial Coin Offering e blockchain*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2019, fasc.1, 327 ss.; S. COHNEY, D. HOFFMAN, J. SKLAROFF, D. WISHNICK, *Coin-operated capitalism*, in *Columbia Law review*, 2019, Vol.119, No. 3, disponibile all'indirizzo: <https://www.jstor.org/>; D. ZETSCHKE, P. BUCKLEY, D. W. ARNER, L. FOHR, *The ICO gold rush: it's a scam, it's a bubble, it's a super challenge for regulators*, 2018). University of Luxembourg Law Working Paper No. 11/2017; UNSW Law Research Paper No. 17-83; University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2017/035; European Banking Institute Working Paper Series 18/2018; Harvard International Law Journal, Vol. 63, No. 2, 2019., reperibile su: <https://www.ssrn.com/index.cfm/en/>.

Per un tentativo di ricondurre i *token* entro le categorie giuridiche esistenti si rinvia a P. HACKER, C. THOMALE, *Crypto-securities regulation: ICOs, token sale and cryptocurrencies under EU financial regulation*, in *15 European Company and Financial Law review*, 2018, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.ssrn.com/index.cfm/en/>; F. ANNUNZIATA, *Speak if you can: what are you? An alternative approach to the qualification of tokens and Initial Coin Offerings*, in *Bocconi Legal Study Research*, Paper no.2636561, 2019; C. SANDEI, *Initial Coin Offerings e appello al pubblico risparmio*, in M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, Cedam, Milano, 2020, 237 ss.

⁵ Da CONSOB, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività, Documento per la Discussione*, 2019, 3.

⁶ Difatti, nonostante una prima ed embrionale forma di ICO risalgia al 2013, il trend ha cominciato ad assumere dimensioni non trascurabili a partire da settembre 2017 per attestarsi, secondo i dati raccolti fino a gennaio 2020, ad un volume di affari di 27 miliardi di dollari statunitensi. Sul punto si rinvia a R. AMSDEN, D. SCHWEIZER, *Are blockchain crowdsales the "new gold rush"? Success determinants of Initial Coin Offerings*, 2018, disponibile all'indirizzo: <https://www.ssrn.com/index.cfm/en/>; D. BOREIKO, N. SAHDEV, *To ICO or not to ICO - Empirical analysis of Initial Coin Offerings and Token Sales**, 2017, 4-6, disponibile su: <https://www.ssrn.com/index.cfm/en/>.

Contestualmente e per lo stesso ordine di ragioni, esso ha prestato il fianco a comportamenti opportunistici – se non addirittura fraudolenti – in danno agli investitori che, a loro volta, hanno cominciato a reclamare adeguata tutela⁷.

Non v'è chi non veda che i problemi sollevati dalle cripto-attività ripropongano e si sintetizzino nel complesso rapporto tra diritto e tecnologia: il diritto, come è dato osservare, fatica a tenere il passo del progresso tecnologico e a escogitare prontamente delle soluzioni normative che favoriscano la tutela degli interessi coinvolti – molto spesso di livello costituzionale – senza inibirne il processo evolutivo⁸.

Il compito, o meglio la sfida, a cui sono chiamate in argomento le Autorità competenti nazionali e sovranazionali è ricomporre i diversi interessi confliggenti: da un lato la tutela del risparmiatore (art. 47 Cost.), la tutela della concorrenza invocata dai c.d. *incumbents*, la tutela della stabilità e dell'integrità del mercato; dall'altro la protezione dello sviluppo e dell'innovazione, nonché la tutela dell'iniziativa economica privata (art. 41 Cost.)⁹.

A questo stadio dell'evoluzione del fenomeno *Initial Coin Offerings* e, in generale, del Fintech le incertezze sul “se” regolare possono ormai dirsi messe a tacere¹⁰.

A ciò si può aggiungere che il processo di “alfabetizzazione tecnologica” possa considerarsi compiuto, nel senso che l'inerzia delle Autorità non può più rintracciare la sua causa giustificatrice nella mancata conoscenza del funzionamento delle più recenti tecnologie. In altri termini, non pare azzardato affermare che esse, allo stato attuale, dispongano di strumenti e di competenze tecniche per muovere i primi passi nel settore.

La domanda a cui tocca rispondere riguarda, in via esclusiva, il “come” regolare per trovare un giusto mezzo attraverso cui coniugare tali contrapposte esigenze.

Occorre chiedersi, *in nuce*, se l'approccio più adatto sia rimanere fedeli al principio di neutralità tecnologica o, al contrario, se «serve per tutto questo un settore del tutto

⁷ I dati sul numero di ICO che si sono rivelate truffe si possono consultare su: <https://cryptoslate.com/satis-group-report-78-of-icos-are-scams/>. Per tale ragione, le principali autorità di settore hanno pubblicato una serie di *advice* agli investitori. A titolo esemplificativo si riporta ESMA, *Initial coin offerings and crypto-assets*, 2019, all'indirizzo <https://www.esma.europa.eu/>.

⁸ L'argomento è trattato, in particolare sotto il profilo della tutela dei diritti umani nel nuovo mondo, da S. RODOTÀ S., *Il diritto di avere diritti*, Laterza, Bari- Roma, 2012, *passim*.

⁹ «I regolatori, a tutti i livelli, dovranno confrontarsi con queste realtà, cercando il punto di equilibrio tra rischi e benefici, con l'obiettivo di assicurare agli investitori e al mercato un livello appropriato di protezione e, senza contrastare innovazione e competitività, di abbattere i costi per i risparmiatori»: CONSOB, *Incontro annuale con il mercato finanziario*, 2017, 21-22, disponibile al seguente indirizzo: <http://www.consob.it/>.

In argomento si rinvia a M. T. PARACAMPO, *FinTech, evoluzioni tecnologiche e sfide*, in M. T. PARACAMPO (a cura di), op. cit., 2 ss., che definisce il compito a cui le autorità sono chiamate come un “disagio”; C. SCHENA, A. TANDA, C. ARLOTTA, G. POTENZA, *Lo sviluppo del Fintech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, in CONSOB, *Quaderni Fintech*, 2018, 70 ss.

¹⁰ «Se non si vuole il Far West, occorrerà procedere a regolamentare i nuovi fenomeni. Ciò tuttavia dovrà avvenire in modo graduale e proporzionato, per accompagnare le nascenti imprese nel loro sviluppo attraverso norme specifiche, via via più stringenti in funzione della crescita dimensionale e degli occupati (il cosiddetto sandbox). In caso contrario, se si adottasse la medesima regolamentazione oggi in vigore nel settore finanziario, si condannerebbero le nuove imprese FinTech a morte certa, dando spazio a quelle che crescono in altre realtà regolamentari». Così CONSOB, *Incontro annuale*, spec. 22.

nuovo della disciplina giuridica che stabilisca le modalità di regolamentazione delle innovazioni scientifiche e tecnologiche»¹¹.

A tale proposito, i modelli di regolazione che sembrano emergere a livello europeo ed internazionale sono i più vari, e fra questi alcuni sembrano diretti verso la creazione di “nuovi paradigmi normativi”.

2. *Le opzioni possibili: regolazione pubblica, regolazione privata e audited self-regulation*

Il monopolio nella produzione di norme giuridiche è stato per lungo periodo detenuto dal depositario del potere pubblico.

Se ancora oggi la statualità costituisce un tratto caratterizzante la norma giuridica, le possibili origini delle regole non si esauriscono in quelle di derivazione statale.

Ciò avviene in maniera particolarmente marcata nel mercato finanziario, il quale è sempre stato caratterizzato dall'esigenza di salvaguardare rilevanti interessi di natura pubblicistica anche a detrimento della libertà economiche private.

La tutela del risparmio e della sua corretta allocazione costituisce, insieme alla tutela dell'integrità e della stabilità del mercato, la ragione profonda della specialità della disciplina dedicata al settore, il cui rispetto è presidiato da un organo di vigilanza¹².

Osservando i fenomeni economici, è stato evidenziato un rapporto inversamente proporzionale tra crescita economica e regolamentazione pubblica dei mercati, tanto in riferimento al piano normativo quanto a quello dell'esecuzione dello stesso in via amministrativa¹³.

A ciò si somma che il mercato mobiliare si è sin dalle origini connotato per la sempre rinnovata creatività delle forme di ricchezza finanziaria ideate nonché per la celerità della sua evoluzione, da cui deriva la necessità di duttilità e flessibilità ordinamentale, a loro volta in aperto contrasto con la rigidità e le lungaggini della normativa primaria.

Per questa ragione, le tendenze degli ultimi decenni sembrano essere dirette verso una progressiva liberalizzazione e privatizzazione dei mercati, come si può evincere dal forte ricorso a fenomeni di semplificazione e di *deregulation*¹⁴.

Queste, complessivamente, le ragioni che hanno spinto la disciplina del mercato finanziario “verso altri lidi”, principalmente verso forme sia di *soft law* che di *soft regulation*¹⁵.

¹¹ È una domanda che si pone (anche) S. RODOTÀ, *Il diritto di avere diritti*, cit., 376.

¹² Specularmente a quanto avviene per un altro settore “delicato”, quale quello bancario. Sulla progressiva liberalizzazione dell'attività delle banche si veda S. DEL GATTO, *Poteri pubblici, iniziativa economica e imprese*, Romatre-press, Roma, 2019, spec. 137 ss.

Sulle ragioni di una disciplina speciale per il mercato finanziario si veda *ex multis* R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, XI edizione, Giappichelli, Torino, 2018, 4 ss.

¹³ In argomento la dottrina economica è concorde all'unanimità. Più in particolare si rinvia a S. DJANKOV, C. MCLIESCH, R. RAMALHO, *Regulation and Growth*, in *The World Bank*, 2006.

In argomento si rimanda a S. DEL GATTO, op. cit., 11 ss.

¹⁴ Una testimonianza è costituita dalla “privatizzazione” dei mercati su cui vengono scambiati gli strumenti finanziari, operata dal D.Lgs. n. 415/1996.

Il ricorso a forme di c.d. diritto regolatorio è giustificato dall'idea di fornire al mercato strumenti per prevenire e correggerne gli eventuali fallimenti (che, a monte, è lo scopo della normazione di qualsiasi livello), ma «(che) senza coartare l'autonomia degli imprenditori, e quindi il libero mercato, li indirizzino verso comportamenti individualmente e socialmente utili»¹⁶.

La forza delle regole costituenti il diritto regolatorio – espressione con cui si intende l'insieme di norme di *soft regulation* - risiede nel vantaggio di intervenire in un settore senza soluzione di continuità, dal momento che le medesime non vengono emanate da organi politici ma amministrativi, in particolare dalle autorità amministrative indipendenti.

In termini specifici, gli strumenti prevalentemente utilizzati sono circolari, istruzioni, linee guida, direttive amministrative, orientamenti, raccomandazioni, codici di condotta, lettere al mercato, modelli, schemi di atti o contratti, buone pratiche, dichiarazioni di intenti, annunci.

Essi, analogamente alle forme tipiche di etero-regolamentazione (c.d. *hard law*), sono strumenti normativi perché contengono regole di condotta, ma difettano del requisito della coercibilità: la loro funzione, insomma, è adempiuta a condizione che i normati spontaneamente adattino il proprio comportamento a tali regole, facendo leva su sistemi di carattere incentivante.

In realtà, si possono nutrire dubbi sulla reale spontaneità della condotta, nel senso che se gli ordinamenti sono soliti incentivare l'adesione prospettando ai destinatari sanzioni di tipo metagiuridico (es. *naming, shaming, faming*), le medesime regole acquisterebbero il carattere della vincolatività, snaturando la propria essenza¹⁷.

Attenta dottrina, a tale proposito, ha osservato che – considerata la cogenza di fatto della regolazione flessibile – essa pone problemi connessi alla giustiziabilità, o meglio alla mancanza di un organo incaricato di vagliare la legittimità dei contenuti della misura in rapporto ai principi dell'ordinamento¹⁸.

Pertanto, per sfruttare le potenzialità di questa forma di normazione sarebbe opportuno che essa tornasse a “indurre” l'osservanza delle regole attraverso la propria capacità persuasiva e non attraverso la minaccia della sanzione.

¹⁵ Il rapporto che lega *soft law* e *soft regulation* è, secondo alcuni, di genere a specie. Quest'ultima è definita come «la *soft law* propria di ambiti caratterizzati dalla presenza di autorità di regolazione». Così M. RAMAJOLI, *Self regulation, soft regulation e hard regulation nei mercati finanziari*, in *Rivista della regolazione dei mercati* 2016, fasc.2, disponibile su: <http://www.rivistadellaregolazioneideimercati.it/>, 5 ss.

¹⁶ In tema, si rinvia al saggio di A. GENTILI, *Il diritto regolatorio*, in *Rivista del diritto bancario* 2020, suppl., 23 ss. L'A. distingue il livello della regolamentazione (: “trattati, regolamenti, direttive, leggi, in cui con **norme imperative** sono **apprestati** gli strumenti del mercato”) dal livello della regolazione (: “indirizzi, schemi, standard, modelli in cui con strumenti diversi dalle norme imperative sono **sollecitati** i comportamenti funzionali ad uno svolgimento delle dinamiche di mercato”), 28.

¹⁷ In tema di *nudge regulation*, A. GENTILI, op. cit., 37, osserva quanto segue: «la tecnica del nudge è tanto libertaria quanto manipolatoria». Dello stesso avviso è M. RAMAJOLI, op. cit., che definisce la *soft law* e la *soft regulation* come “cripto *hard*”.

¹⁸ Cft. M. RAMAJOLI, op. cit., 67.

Da ultimo, una delle tendenze che si registrano nel mercato degli investimenti (e non solo) consiste nella sempre maggiore integrazione delle autorità private nella produzione normativa pubblica¹⁹.

Il settore dei mercati finanziari, oltre ad essere terreno della *soft regulation*, è invero interessato anche dal fenomeno limitrofo della *self regulation*, altrimenti detta *reflexive* o *auto-regulation* (es. regolamento di mercato)²⁰²¹.

Con tale espressione «si designa genericamente, quando ci si riferisce al comportamento economico, l'adozione da parte degli attori economici di certe regole di condotta nelle relazioni reciproche oppure nei confronti dei terzi sul mercato e nella società, regole il cui rispetto è frutto di un accordo tra gli stessi attori, senza meccanismi coercitivi esterni»²².

Essa – in maniera speculare al “diritto non vincolante” – fonda la sua efficacia su sanzioni di carattere prevalentemente reputazionale (es. strumenti di *moral suasion*) o fattuale (es. esclusione da un circolo).

Nel settore del mercato finanziario, la percezione del pubblico sull'affidabilità degli operatori del mercato (in particolare, degli intermediari) rappresenta un fattore condizionante il successo degli stessi.

Al contrario di quest'ultimo, invece, le norme costituiscono un atto di autonomia privata. Si assiste, quindi, all'integrazione del quadro giuridico esistente attraverso fonti di natura privata²³.

¹⁹ Ad esempio, la stessa tendenza si registra nell'ambito del diritto alimentare in cui il legislatore europeo nel suo ultimo intervento in materia, Reg. (CE) n.178/2002, ha rinviato alle norme I.S.O.

Più specificamente in materia di crypto-attività, sta prendendo corpo un ordinamento giuridico privato, che trascende i confini dei singoli Stati per assumere dimensione sovranazionale. Ne è dimostrazione lo statunitense *Simple Agreement For Future Tokens* (“SAFT”) *project*, il quale costituisce “un forum per la discussione di un *framework* conforme alle vendite dei *token* con l'obiettivo di sviluppare uno standard di settore che protegga gli interessi dei creatori di rete, degli investitori e degli utenti”, e che auspica l'armonizzazione con le norme internazionali. Per maggiori informazioni si invita a visionare il sito web del progetto, disponibile al seguente indirizzo: <https://saftproject.com/>.

²⁰ A ben guardare, il retroterra in cui affonda le radici la regolazione privata è costituito dalla c.d. teoria della pluralità degli ordinamenti giuridici di S. ROMANO, *L'ordinamento giuridico*, per la prima volta edito nel 1918.

²¹ Sul ruolo delle autorità private nei mercati finanziari si rinvia a F. BONCRISTIANO, *Autorità private e mercati finanziari: il caso dei portali di equity crowdfunding*, in P. SIRENA, A. ZOPPINI (a cura di), *I poteri privati e il diritto della regolazione. A quarant'anni da «Le autorità private» di C.M. Bianca*, Romatre- press, Roma, 2018, 529 ss.; M. GRONDONA, *Poteri dei privati, fonti e trasformazione del diritto: alla ricerca di un nuovo ordine concettuale*, in P. SIRENA, A. ZOPPINI (a cura di), *I poteri privati e il diritto della regolazione*, 5 ss.

Sulla differenza tra regolazione privata e consuetudine e tra regolazione privata e deontologia si rinvia a F. CAFAGGI, *Crisi della statualità, pluralismo e modelli di autoregolamentazione*, in *Politica del diritto* 2001, fasc. 4, 549 ss.

²² Da COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO (CESE), *Parere del Comitato economico e sociale europeo sul tema «Autoregolamentazione e coregolamentazione nel quadro legislativo dell'UE»*, 2015, punto 3.2, disponibile all'indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/homepage.html>

²³ La natura di “fonte del diritto” è ancora discussa: si rinvia a F. BONCRISTIANO, op. cit., *passim*.

Infatti, in caso di vuoti normativi, la richiesta di regole può provenire direttamente dagli attori economici perché i costi degli eventuali fallimenti di mercato sono scontati non solo dai consumatori finali ma anche dalle imprese stesse²⁴.

Più in particolare, gli operatori dimostrano di possedere la reattività necessaria per elaborare regole in maniera celere e veloce (es. i modelli di *white paper* utilizzati nel mercato delle crypto-attività), attraverso cui gestire in maniera efficace ed efficiente le relazioni di mercato²⁵. A titolo di completamento, si aggiunge che i diretti interessati siano i più indicati ad emanare norme dal contenuto altamente tecnico (es. definizione delle *best practices*).

3. *Segue: i modelli di self regulation*

I due principali modelli di *self regulation* si distinguono in autoregolamentazione e regolazione privata partecipata.

Il *discrimen* è costituito dalla differenza di tipologia dei soggetti coinvolti: nel primo, infatti, si assiste all'identità tra regolante e regolato; nel secondo caso alla parziale alterità tra i due²⁶.

Il ricorso a forme di regolazione privata non è scevro dal presentare problemi.

Come si può agevolmente intuire, il primo problema che *ictu oculi* si presenta è costituito dall'effettività della norma, per la ragione che l'osservanza della stessa non è assistita da un apparato di sanzioni di natura giuridica né tantomeno da un'istituzione pubblica – terza ed imparziale – che ne assicuri l'applicazione.

Il rischio, in aggiunta, è esasperato dalla possibile accondiscendenza di chi controlla (riproponendosi un *topos* del diritto: “chi controlla il controllore?”).

Nell'ipotesi di autoregolamentazione pura, a ben guardare, il problema non si pone (o meglio non dovrebbe) perché opera il meccanismo del consenso e dell'adesione spontanea.

Nella regolazione privata partecipata, invece, è parzialmente risolto in quanto è prevista la partecipazione anche di terzi beneficiari nel processo creativo, conquistando terreno anche in campo di vincolatività.

Il secondo ordine di problemi, in particolare modo nel caso in cui norme “extra-statali” dispieghino la propria efficacia – anche indirettamente- nei confronti di terzi non partecipanti alla creazione delle stesse (es. consumatori), riguarda l'evidente deficit di democraticità.

A sua volta, esso è strettamente connesso alla problematica dell'indipendenza e, quindi, del potenziale conflitto di interessi dei regolatori privati.

²⁴ Invero, la regolazione privata può intervenire sia a titolo di “supplenza” che di “completamento” della normativa pubblicistica.

²⁵ È la c.d. *lex mercatoria*: v. per tutti F. GALGANO, *Lex mercatoria*, Il Mulino, Bologna, 2001.

²⁶ F. CAFAGGI, *Crisi*, cit., 543 ss.

A tale riguardo, occorre sottolineare che «la produzione di norme con funzione regolamentare è fenomeno da incentivare purché non si trasformi in uno strumento di riduzione delle garanzie a discapito di altri»²⁷.

Se le regole private si inseriscono all'interno di una cornice di principi fissata a monte dai poteri pubblici, il modello che si delinea prende il nome di *audited-self regulation*, altrimenti detto “co-regolazione”²⁸.

L'espressione indica «una forma di regolamentazione delle parti interessate (*stakeholder*) che è promossa, orientata, guidata o controllata da una terza parte (sia essa un organismo ufficiale o un'autorità di regolamentazione indipendente) di norma dotata di poteri di esame, di controllo e, in alcuni casi, sanzionatori»²⁹.

Il risultato finale non è una semplice sovrapposizione tra fonti, bensì una sorta di “catena regolamentare” in cui poteri pubblici collaborano con i poteri privati nell'attività regolatoria, sfruttando la “gius-creatività” di questi ultimi come fattore propulsivo del diritto, anche in ottica di condivisione delle responsabilità³⁰. Più in particolare, si costituisce un sistema a più livelli che non si basa su un mero trasferimento di potere, bensì su meccanismi di normazione e di controllo pubblico e privato. Essi operano in chiave sinergica nell'intento di trovare – attraverso la cooperazione – il giusto equilibrio tra eccessiva burocratizzazione del mercato ed elasticità e flessibilità delle regole di natura privata.

Dalla combinazione dell'attività di organismi pubblici e organismi di auto-disciplina, deriva una «tecnica legislativa mista, capace di coniugare i vantaggi della disciplina statutale, garante i principi essenziali comuni a tutti, con i vantaggi di una disciplina elastica che sia in grado di recepire prontamente le sollecitazioni innovative del mercato»³¹.

4. *Quale modello per le Initial Coin Offering?*

²⁷ F. CAFAGGI, *Crisi*, op. cit., 576.

²⁸ F. VELLA, *L'autoregolamentazione nella disciplina dei mercati mobiliari: il modello italiano*, in *Banca impresa società* 1997, fasc. 1, 3 ss.

²⁹ Così COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO, op. cit., punto 3.4.

³⁰ F. CAFAGGI, *Un diritto privato europeo della regolazione? Coordinamento tra pubblico e privato nei nuovi modelli regolativi*, in *Politica del diritto* 2004, fasc. 2, 205 ss., spec. 234 s. L'A. ordina le diverse tipologie di relazione che si possono instaurare tra soggetti pubblici e privati. Così: «in quest'ambito possono distinguersi diverse tipologie di coordinamento: a) una che pone regolatori pubblici e privati in posizione di sostanziale parità e prevede una compartecipazione allo svolgimento di funzioni che chiamiamo co-regolazione. b) Un'altra che invece opera attraverso una delega di potere dal regolatore pubblico al singolo o alla pluralità di enti autoregolamentati o regolatori privati, mantenendo al regolatore pubblico responsabilità sostanziali dell'attività anche verso i terzi. c) Una forma che non costituisce delega in senso tecnico ma prevede una forma di promozione ed un potere di controllo di legittimità. d) Una quarta che prevede il riconoscimento e la legittimazione dell'attività regolamentare svolta dai soggetti privati attraverso un provvedimento di approvazione o di semplice incorporazione in un atto amministrativo o legislativo».

³¹ D. REGOLI, *Aspetti comparatistici della disciplina del mercato finanziario dell'investimento*, in *Rivista delle società*, 1994, 94 ss.

Al termine di questo breve *excursus* sui paradigmi normativi più in voga a livello settoriale, sembra potersi considerare l'opportunità di ricorrere a modelli di regolazione extra-statuale anche nell'ambito delle cripto-attività, in quanto alle problematiche tradizionali del mercato finanziario si aggiunge la dimensione "sconfinata" del fenomeno. A ben guardare, il ricorso agli ultimi due modelli normativi in un certo senso si impone – come si può riscontrare nelle forme di regolazione già attuate – in un contesto come quello transfrontaliero delle *Initial Coin Offerings* e dei *token*, in cui la tensione tra statualità e globalità si fa sempre più accentuata e in cui si nutre generale incertezza sull'applicabilità dei poteri di enforcement nazionale sempre che sia ritenuto ammissibile individuare la giurisdizione competente.

Proprio per questa ragione, è opportuno segnalare una proposta eccentrica: quella di utilizzare e piegare i vantaggi della *blockchain* per realizzare l'*enforcement*^{32,33}.

Il punto di partenza è costituito da una teoria meglio nota come "*code is law*", la quale si basa sulla possibilità di vedere nelle piattaforme digitali un mezzo per regolare la condotta degli uomini.

In questo modo, si è sviluppata l'idea di garantire il rispetto delle regole non per mezzo di terze parti che intervengono *ex post* (es. dopo il compimento del fatto, autorità di sicurezza e autorità giudiziaria), ma di impedire *ab origine* ai regolati di tenere una determinata condotta (es. in tema di *copyright*, vi sono meccanismi digitali che impediscono l'alterazione dei documenti digitali)³⁴.

Trattasi, a ben guardare, di una forma di regolazione "para-legale" in cui vi è difficoltà nel distinguere il confine tra regole legali e regole tecnologiche, perché il contenuto delle regole legali è trasposto nelle regole tecnologiche.

Con l'avvento delle più recenti tecnologie, la teoria appena esposta è stata superata.

Si assiste al passaggio dall'idea di un codice che si fa legge ad una legge che assume le sembianze di un codice.

In altri termini, la *blockchain* ha instillato l'idea di un nuovo modo di pensare la legge. La proposta, in breve, è quella di strutturare le prescrizioni e le norme legali in modo simile a quelle inserite all'interno degli *smart contract*.

Ne risulta conseguentemente che il codice non fa più da mero supporto della legge, ma ha esso stesso efficacia di legge.

Se si porta questo ragionamento alle estreme conseguenze, si può arrivare a sostenere che la *blockchain* costituisca un ordinamento giuridico autonomo, in quanto soddisfa le tre

³² P. DE FILIPPI, S. HASSAN, *Blockchain technology as a regulatory technology: from code is law to law is code*, in *First Monday*, vol. 21, n. 12, 2016, disponibile all'indirizzo: <https://www.researchgate.net/>; in argomento v. A. CONTALDO, F. CAMPARA, op. cit., 41 ss.

³³ Nettamente contrari a questa soluzione A. BERRUTO, F. ANNUNZIATA, A. CONSO, *La nuova disciplina francese dei crypto-assets: un imperfetto tentativo regolatorio?*, 2020, all'indirizzo: <http://www.dirittobancario.it/>, 7.

³⁴ È la teoria del "*code is law*", elaborata da L. LESSING, *Code is law. On liberty on cyberspace*, 2000, disponibile all'indirizzo: <https://www.harvardmagazine.com/>: «even if they are often defined as a general-purpose technologies, their design will ultimately dictate the type of actions that they might enable or prevent».

condizioni su cui si fonda il riconoscimento della giuridicità di un ordinamento: plurisoggettività, organizzazione e normazione propria³⁵.

Tale tecnica è stata ribattezzata “tecnologia regolatoria”, locuzione che permette di evidenziare che la fonte delle regole è la tecnologia stessa, che ne garantisce l’osservanza attraverso il loro inserimento in strumenti auto-esecutivi, appunto gli *smart contract*.

Essa, a ben guardare, costituisce una forma più innovativa di regolazione privata – una sorta di *lex mercatoria 2.0*- rispetto alla quale, se da un lato risolve i problemi di effettività, dall’altro continua a dividerne non solo l’assenza di democraticità ma anche di democrazia.

Sarebbe miope non notare la tensione con le libertà fondamentali – *in primis*, con la libertà di autodeterminazione – in cui rientra anche la libertà di infrangere la legge.

³⁵ Cft. A. CONTALDO, F. CAMPARA, op. cit., 41 ss., e la bibliografia ivi citata.