CONSOB
Divisione Strategie Regolamentari
Via G.B. Martini, n.3
ROMA – 00198

DOCUMENTO PER LA DISCUSSIONE – LE OFFERTE INIZIALI E GLI SCAMBI DI CRIPTO-ATTIVITÀ

Spettabile Divisione Strategie Regolamentari,

nel ringraziare anticipatamente per l'opportunità offerta al Nostro Studio GIM Legal STA s.r.l., si forniscono di seguito alcune osservazioni e proposte sul documento in oggetto.

***

DI SEGUITO SI RIPORTANO I COMMENTI E LE PROPOSTE SUGLI ARGOMENTI TRATTATI NEL DOCUMENTO PER LA DISCUSSIONE CONSOB

Q1: Si condivide la definizione di "*cripto-attività*" delineata nel Riquadro 1? Riesce la definizione a catturare le specificità rilevanti della cripto-attività rispetto all'approccio delineato nel presente documento?

La finalità di una *Initial Coin Offering* (ICO) è rappresentata dall'esigenza di raccogliere fondi per il finanziamento di un'attività/progetto imprenditoriale.

I veicoli che emettono *token* – sulla base delle principali analisi disponibili delle offerte concluse sul mercato – possono essere società commerciali, persone fisiche o altri enti e soggetti.

Talora, durante la fase di *fund raising*, l'attività di impresa è in fase di mera progettualità (*start-up* più o meno organizzate) e l'avvio del progetto di produzione di beni/prestazione di servizi è programmato dopo la conclusione della raccolta di fondi.

L'attività di raccolta delle ICO avviene tramite Internet e, pertanto, la promozione e la raccolta vengono sovente realizzate su base transfrontaliera/globale, superando la dimensione locale delle giurisdizioni.

Indubbiamente sono numerosi i punti di contatto tra una *Initial Coin Offering* (ICO) ed una *Initial Public Offering* (IPO) e, assai frequentemente, i *token* si pongono come un sostituto degli strumenti finanziari e della più ampia categoria dei prodotti finanziari. La negoziazione, inoltre, avviene su sistemi di scambio.

In generale, l'approccio regolatorio, tenuto conto della sovraordinata esigenza di tutela delle forme di risparmio, se da un lato deve tener conto delle peculiarità delle ICO e delle innovazioni apportate dalla tecnologia, d'altro canto, deve necessariamente considerare la disciplina dei mercati finanziari (MiFID, Prospetto, *Market Abuse*, AML, ecc.).

Alla luce di quanto sopra, si condivide la proposta di introdurre in Italia una specifica disciplina "finanziaria" delle cripto-attività (o *crypto-asset* o *token*).

La definizione di cripto-attività proposta è condivisibile.

Sul punto, però, si sottolinea la necessità di assicurare un coordinamento con le definizioni di "tecnologie" basate su registri distribuiti e *smart contract*, introdotte dal decreto legge 14 dicembre 2018, n. 135, convertito con legge 11 febbraio 2019, n.12, recante "Disposizioni urgenti in materia di sostegno e semplificazione per le imprese e per la pubblica amministrazione" e delle Linee guida in materia, di prossima emanazione da parte dell'Agenzia per l'Italia Digitale (AGID).

Si condivide, inoltre, la proposta di sottrarre le cripto-attività dalla disciplina degli strumenti finanziari in quanto elenco predefinito, chiuso e tipizzato dalla disciplina MiFID e recepito nel TUF (ad esempio azioni, obbligazioni, ecc.).

Peraltro, si ricorda che per l'offerta/distribuzione degli strumenti finanziari l'ordinamento italiano, oltre alla possibilità di ricorrere ai servizi e attività di investimento (attività riservate a SIM, banche, ecc.), ha introdotto una disciplina *ad hoc* (Regolamento Consob n. 18592/2013 sul *crowdfunding*), ampiamente condivisa e apprezzata dal mercato.

Non si condivide la proposta di sottrarre le cripto-attività dalla disciplina dei prodotti finanziari stabilita dal TUF e, in particolare, dalla disciplina finalizzata all'approvazione dei documenti d'offerta e, specularmente, a quella della repressione delle offerte abusive.

Si ritiene infatti che vada assicurato un sistema di tutele identico fra l'offerta di *token* e l'offerta di prodotti finanziari, in modo da garantire i medesimi presidi posti a tutela degli investitori *retail*, essendo tali *asset* frequentemente considerati come dei perfetti sostituti.

I dati/stime di mercato attualmente disponibili sulla rete – sebbene non ufficiali – evidenziano comunque che la maggioranza dei *token*, successivamente alla conclusione della fase di raccolta (mercato primario), sono negoziati su un mercato secondario, che non è soggetto a forme di vigilanza.

Al fine di assicurare la tutela degli investitori e porre le basi per un ordinato sviluppo delle ICO, gli attuali sistemi di negoziazione dei *token* dovrebbero essere incentivati a trasformarsi in sistemi di scambio regolati, iscritti e vigilati dalla Consob.

In un'ottica di *level playing field* a livello nazionale, la disciplina delle *cripto-asset* in procinto di emanazione andrebbe fatta rientrare all'interno dell'ampia categoria di prodotti finanziari.

Segnatamente, si dovrebbe applicare anche per i *token* l'art. 34-*ter* comma 1, lettera c, Regolamento Emittenti (Casi di inapplicabilità ed esenzioni), tra cui, in particolare il richiamo al corrispettivo totale dell'offerta inferiore a € 8.000.000,00, soglia attualmente vigente per tutte le offerte al pubblico di prodotti finanziari, incluse quelle svolte su portali *on-line* di raccolta capitali.

In tal modo, si potrebbero tra l'altro "scoraggiare" i fenomeni c.d. di *regulation shopping*, per cui gli operatori economici – per il medesimo progetto imprenditoriale – scelgono di utilizzare le forme di raccolta del risparmio più permissive in termini di minori presidi di vigilanza posti a tutela degli investitori (ad esempio, la mancata approvazione del prospetto nel caso di offerte di *token* superiori alla soglia di € 8.000.000,00).

Q2: In particolare, si condivide la centralità degli elementi della finalizzazione al finanziamento di progetti imprenditoriali, dell'impiego di tecnologia basata su registri distribuiti e dello scopo ultimo della circolazione delle cripto-attività in appositi sistemi di scambi?

Si condividono gli elementi distintivi della definizione riportata nel documento.

Q3: Riesce la definizione ad escludere con chiarezza le fattispecie non idonee a costituire oggetto di trattazione secondo l'approccio delineato nel documento (i.e. *pure commodity-token* non destinati alla circolazione su circuiti di scambio di tipo secondario, valori mobiliari/strumenti finanziari come codificati dalla disciplina EU)?

Confronta la risposta alla Q1. Nel presupposto dell'esistenza di un progetto imprenditoriale sottostante, l'approccio regolatorio proposto dalla Consob, ossia l'obbligo di negoziazione dei *token* nei sistemi di scambio vigilati (mercati secondari), fa perdere significato agli aspetti definitori collegati alle varie tipologie di *token* (*payment token*, *utility token*, *security token*, *investment token*, *hybrid token*, ecc.). L'obbligo di negoziazione su detti sistemi di scambio, consentendo ai sottoscrittori iniziali/investitori di poter disinvestire/investire realizzando minus/plusvalenze, snatura l'iniziale configurazione dei *token* e li trasforma in prodotti finanziari. La valorizzazione dei *token* è, infatti, funzione – non sempre e soltanto – dell'andamento dell'iniziativa imprenditoriale, ma anche del meccanismo della domanda e dell'offerta presente sul circuito di scambio (*trading* su *asset* e quindi aspettativa di rendimento di natura finanziaria). L'obbligo di negoziazione – discendente dall'opzione scelta dalla Consob – sarebbe peraltro codificato nel *token* e quindi l'effettiva e predeterminata promessa sarebbe anche recepita all'atto dell'instaurazione del rapporto contrattuale.

Q4: La disciplina vigente per strumenti e prodotti finanziari prevede regole all'ingresso volte a graduare i diversi presidi posti a tutela degli investitori; si condivide la previsione di una disciplina delle cripto-attività regolate che invece non contempla, ad esempio, soglie di valore per esenzioni (riferite alle emissioni sotto soglia) oppure maggiori presidi (per le emissioni sopra soglia)?

Confronta la risposta alla Q1. Non si condivide la proposta di sottrarre le cripto-attività alla disciplina dei prodotti finanziari stabilita dal TUF e, in particolare, dalla disciplina finalizzata all'approvazione dei documenti d'offerta e, specularmente, a quella della repressione delle offerte abusive.

Come sopra detto, si ritiene che vada assicurato un sistema di tutele identico fra l'offerta di *token* e l'offerta di prodotti finanziari in modo da garantire i medesimi presidi posti a tutela degli investitori *retail*, essendo tali *asset* frequentemente considerati come perfetti sostituti.

Non è opportuno, in un'ottica di semplificazione delle regole già presenti nel nostro ordinamento, che risultano troppo numerose, prevedere un nuovo apparato regolamentare, con il risultato di disincentivare lo sviluppo di una nuova industria.

PIATTAFORME PER LE OFFERTE DI CRIPTO-ATTIVITÀ

Q5: Si condivide la proposta di ampliare la gamma delle attività che possono essere effettuate dai gestori di portali di *crowdfunding* a comprendere anche la promozione di offerte di cripto-attività di nuova emissione? Si chiede inoltre di fornire motivazioni e/o dati a supporto dell'identificazione di eventuali sinergie/opportunità che possano scaturire dallo svolgimento di entrambe le attività, oppure rispetto a eventuali ragioni di contrarietà.

Si propone di utilizzare la veste giuridica del gestore di portale per svolgere le attività relative alle offerte in materia di *token*.

Ciò realizzerebbe un *level playing field* fra i diversi operatori presenti sul mercato finanziario, quali: i) intermediari tradizionali (SIM, banche, ecc.) che, oltre ai servizi e attività di investimento, possono gestire anche i portali di *crowdfunding*; ii) *new entrant* (gestori di portale da autorizzare, come previsto dalla disciplina *ad hoc* del Regolamento Consob 18592/2013).

Peraltro, occorre evidenziare che la legge 30 dicembre 2018 n. 145 (legge di Bilancio 2019) ha, tra l'altro, apportato modifiche al TUF – da recepire nel Regolamento Consob 18592/2013 – al fine di ampliare l'ambito di applicazione della disciplina delle offerte di *crowdfunding* alle obbligazioni e ai titoli di debito emessi dalle piccole e medie imprese.

In coerenza con il quadro legislativo attualmente vigente, si condivide la proposta di estendere l'operatività dei gestori di portale anche ai *token*, ma si

propone di individuare nel gestore di *crowdfunding* l'unico soggetto deputato a promuovere offerte di cripto-attività.

In tal modo si consente al medesimo soggetto giuridico (di diritto e autorizzato) di poter operare come vetrina per tutte le tipologie di *asset class*: azioni, titoli di debito e *token*. Peraltro, ciò non esclude che alcuni gestori di portale potranno di fatto specializzarsi su singole *asset class* (ad esempio solamente *token*) e su alcune di esse o tutte (*equity*, debito e *token*). Le offerte relative alle varie *asset class* dovrebbero comunque essere effettuate in sezioni del portale diverse (pagina *web* dedicata/specializzata alla singola *asset class*: *equity* o debito o *token*).

Peraltro, l'unicità della veste giuridica del gestore di portale consente di avere un unico registro, in cui gli investitori potranno facilmente verificare l'elenco dei soggetti autorizzati ad operare in Italia (forme di contrasto all'abusivismo).

Tale scelta assicura *level playing field* tra tutti gli operatori economici interessati ad operare in materia di *token* (soggetti vigilati e da autorizzare).

Q6: Si condivide la proposta di estendere lo svolgimento dell'attività di gestione di piattaforme per le offerte di cripto-attività anche a soggetti operanti sin dall'inizio ed esclusivamente in cripto-attività (ovvero che non abbiano già avviato un'operatività quali gestori di portali per le offerte di *crowdfunding* autorizzati dalla Consob)?

Non si condivide la proposta di inserire nell'ordinamento italiano un'ulteriore definizione/tipologia di soggetto giuridico (con requisiti da definire e di fatto analoghi ai gestori di portali), per coloro che si sono già specializzati in cripto-attività.

Con riferimento ai soggetti giuridici che potranno operare in *token* si propone, pertanto, di integrare esclusivamente l'art. 50-*quinquies* del TUF, senza introdurre ulteriori articoli/definizioni nell'ordinamento nazionale.

Q7: L'approccio delineato per lo svolgimento delle offerte in sede di nuova emissione di cripto-attività riesce a conciliare le caratteristiche del fenomeno con le esigenze di tutela degli investitori? Si condivide, in particolare, la previsione di un regime cosiddetto di *opt-in*, articolato nei termini sopra descritti?

Confronta la risposta alla Q5 e Q6. Si condivide il meccanismo di *opt-in*, che consente al promotore dell'iniziativa (emittente/offerente/proponente) di scegliere l'impiego di una piattaforma dedicata al fine di rivolgersi alla platea degli investitori in un contesto regolamentato, con l'esplicita applicazione del corrispettivo totale dell'offerta inferiore a € 8.000.000,00, soglia attualmente vigente per tutte le offerte al pubblico di prodotti finanziari, anche per le offerte svolte su portali *on-line* di raccolta di capitali.

Q8: Si ritiene opportuno, nell'ottica della maggiore tutela degli investitori, stabilire uno stretto collegamento fra l'offerta di cripto-attività di nuova emissione,

realizzata per il tramite di piattaforme vigilate, e il loro successivo accesso a un sistema di scambi dedicato soggetto a regolamentazione e vigilanza (cfr. paragrafo che segue)?

Considerato che, come già osservato, la maggior parte dei *token* (sulla base di stime/dati disponibili *on-line*), successivamente alla conclusione della fase di raccolta, è negoziata su sistemi di scambio non vigilati, si condivide l'approccio proposto, ossia lo stretto collegamento fra l'offerta di cripto-attività di nuova emissione, realizzata per il tramite di piattaforme vigilate, e il loro successivo accesso a un sistema di scambi dedicato soggetto a regolamentazione e vigilanza.

Tale approccio è peraltro coerente con il meccanismo di *opt-in*, che consente al promotore/emittente/offerente dell'iniziativa di scegliere quale canale utilizzare (*sandbox* o meno).

Q9: Quali requisiti minimi si ritiene che debbano possedere i soggetti che emettono cripto-attività, affinché queste ultime possano essere accettate per la negoziazione?

Pur non rientrando nell'ambito della legislazione finanziaria, si ritiene che specifici approfondimenti andrebbero preliminarmente svolti, al fine di individuare appositi presidi o l'applicazione delle tutele previste dall'attuale ordinamento sulla natura dei rapporti giuridici che, per il tramite dei *token*, si istaurano fra investitori e emittenti/offerenti/proponenti.

Sul punto, si evidenzia che la Francia ha introdotto recentemente una specifica disciplina in materia di *offres de jetons* (ICO). Tale disciplina prevede, tra l'altro, l'obbligo per l'emittente del *token* di essere incorporato sotto forma di una persona giuridica stabilita o registrata in Francia.

SISTEMI DI SCAMBI DI CRIPTO-ATTIVITÀ

Q10: La proposta definizione di "*sistema di scambi di cripto-attività*" è idonea a comprendere i modelli di *business*, allo stato noti, di circuiti per la negoziazione di *crypto-asset*?

Si condivide la proposta.

Q11: I requisiti sopra individuati, il cui accertamento è condizione per l'attribuzione della qualifica di sistema di scambi di cripto-attività da parte della Consob, sono presidi sufficienti a neutralizzare i rischi connaturati alla negoziazione di cripto - attività?

Si condivide la proposta. Riflessioni più esaustive potrebbero farsi in presenza del testo di articolato della proposta in oggetto. Occorre avere un approccio

regolamentato ispirato al criterio di proporzionalità. Il limite di raccolta a € 8.000.000,00 consente di limitare, almeno in una prima fase del mercato, i rischi sottesi all'offerta e alle negoziazioni non presidiate di *token*.

Q12: I requisiti sopra individuati, il cui accertamento è condizione per l'iscrizione del sistema nel registro tenuto dalla Consob, sono presidi sufficienti a neutralizzare i rischi connessi alla custodia delle risorse finanziarie, delle cripto-valute e delle cripto-attività da parte del sistema, nonché alla realizzazione di un regolamento efficiente e sicuro delle contrattazioni che avvengono sul sistema?

Riflessioni più esaustive potrebbero farsi in presenza del testo di articolato della proposta in oggetto.

Si ritiene che, oltre ai requisiti di iscrizione e di mantenimento, la neutralizzazione dei rischi possa essere assicurata da un'azione di vigilanza particolarmente efficace.

Q13: Quali caratteristiche dovrebbe avere la *blockchain* al fine di garantire un adeguato livello di sicurezza del registro distribuito su cui le cripto-attività vengono registrate e trasferite?

Dal punto di vista della sicurezza/riduzione dei rischi operativi legati all'utilizzo di protocolli DLT, diversi esperti informatici sembrano propensi a ritenere che i modelli "privati" siano più sicuri, in quanto i "nodi" sono abilitati dal gestore del protocollo informatico "*permissioned*".

In questo modello organizzativo, il promotore dell'iniziativa può modificare il protocollo DLT, controllare il numero dei "nodi" e le modalità di creazione di gettoni digitali. Inoltre, a differenza del modello c.d. "*permissionless*", le DLT "private" possono operare anche senza l'incentivo basato sulla creazione di *token* ed il processo altamente energivoro del *mining*.

Q14: Si condivide la scelta di introdurre un meccanismo di "*opt-in*" per l'iscrizione nel registro dei sistemi di scambi di cripto-attività, che sarebbe tenuto dalla Consob?

Si condivide la proposta.

Q15: In connessione con l'eventuale introduzione di un regime speciale per l'emissione e la circolazione delle cripto-attività, con l'obiettivo della tutela degli investitori, si ritiene opportuno che le autorità valutino la previsione di un regime transitorio in ragione del quale la prosecuzione degli scambi di *token* già emessi risulti possibile solo a condizione che l'organizzatore del sistema di scambi registrato presso la Consob abbia verificato la sussistenza e la pubblicità di adeguate informazioni per gli investitori sui *token* scambiati?

Si condivide in parte la proposta. Non appare però opportuno prevedere un "mero" regime transitorio. I gestori dei sistemi di scambio regolati potrebbero/dovrebbero in ogni momento poter ammettere alle negoziazioni sulla propria piattaforma i *token* già emessi, a condizione che tali gestori: i) verifichino/assicurino la sussistenza e la pubblicità di adeguate informazioni per gli investitori (compresi i relativi aggiornamenti, anche in caso di significative variazioni intervenute/errori materiali); e/o ii) pubblichino un nuovo documento, redatto dall'emittente/offerente/promotore, con le medesime informazioni previste dall'Allegato 3 al Regolamento Consob 18592/2013 - *Informazioni relative alle singole offerte*.