**Osservazioni al documento per la discussione**

# INITIAL COIN OFFERINGS AND CRYPTO-ASSETS

**CONSOB - 5 giugno 2019**

Dott. Vincenzo Orsini*

---

**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?**

Prima di rispondere alla domanda occorre chiarire alcuni concetti. Solo partendo da questi si potrà fornire una tassonomia, e di conseguenza una terminologia, adeguata alla *distributed ledger technology* (di cui fa parte la tecnologia *blockchain*)[1].

Innanzitutto, come sottolineato da alcuni studiosi[2], è necessario tenere a mente la distinzione tra *blockchain* (a) pure e (b) impure:

a) Le **blockchain pure** registrano informazioni relative a beni esistenti unicamente sul database (*on-chain assets*) – come gran parte delle criptovalute. *Bitcoin*, ad esempio, può definirsi come modello tecnologicamente 'puro' di blockchain perché i suoi gettoni elettronici non sono collegati ad alcun bene/diritto estraneo al registro. Se immaginassimo di poter "spegnere" la blockchain i *bitcoin* cesserebbero definitivamente di esistere, perché gli utenti non avrebbero nulla di cui disporre (sia esso un bene tangibile o intangibile). I *bitcoin* esistono solo in virtù della *blockchain* che ne registra i trasferimenti.

b) Le **blockchain impure** registrano invece informazioni relative a beni ad essa estranei (*off-chain assets*). In tale caso la questione è ben differente perché i diritti non scaturiscono dalla *blockchain* stessa, ma hanno altra provenienza. Sia che si tratti di beni tangibili (es. immobili) che di beni intangibili (es. azioni di una società), la funzione del registro sarebbe unicamente quella di registrarne le transazioni ed – eventualmente- ulteriori informazioni. Il venir meno del registro non farebbe in alcun caso venir meno i diritti acquisiti dai proprietari sui beni stessi.

Da questa preliminare chiarificazione si può agevolmente desumere come un *token* possa rappresentare praticamente qualsiasi cosa. La scelta delle sue caratteristiche è rimessa unicamente alla volontà dello sviluppatore della *blockchain* ed a quella degli utenti di parteciparvi - magari investendovi del danaro. In base alla distinzione appena fornita, appare inoltre ovvio che il principale discrimine è da individuare tra *token* autoreferenziali (come il sopracitato *bitcoin*) e tutti gli altri, che attribuiscono diritti su beni estranei al registro. Nell'ambito di questa seconda ed ampia categoria, solo alcuni *token* avranno caratteristiche non dissimili agli strumenti finanziari e ne seguiranno la disciplina.

---

* Dottorando in Economia e Politiche dei Mercati e delle Imprese - Diritto e Mercato Globale presso l'Università degli Studi di Salerno – DISES; LLM in *Law and Economics* presso la *Queen Mary University of London*; abilitato all'esercizio della professione forense.

[1] Tra *blockchain technology* e *DLT* non sussiste piena corrispondenza (a differenza da quanto implicitamente affermato nel documento che qui si commenta). Infatti, un registro distribuito può essere organizzato anche senza l'ausilio della tecnologia crittografica "a catena di blocchi".

[2] C. REED, U. SATHYANARAYAN, S. RUAN, J. COLLINS, «Beyond Bitcoin Legal Impurities And Off-Chain Assets», in *International Journal of Law & Information Technology*, 2017, pp. 4-6. Distinzione riportata anche da – F. SARZANA DI S. IPPOLITO, M. NICOTRA, *Diritto della Blockchain, Intelligenza Artificiale e IoT,* IPSOA, Milano, 2018, p. 46.

Proprio per questo motivo la più plausibile delle categorizzazioni[3] è quella tra (i) *crypto-currencies*; (ii) *security tokens*; ed (iii) *utility tokens*.

i. Le ***crypto-currencies*** in senso stretto offrono al proprio titolare unicamente la possibilità che questi ne disponga e le trasferisca (mediante l'utilizzo della chiave privata); non attribuiscono alcuno specifico diritto al suo titolare, e circolano in virtù del valore ad esse attribuito dal mercato. Sono unicamente una catena di firme digitali. Sono dunque per propria natura autoreferenziali.
ii. Si parla invece di ***security tokens*** qualora questi offrano all'investitore la prospettiva di una futura remunerazione diretta (ad es. una cripto-azione o una cripto-obbligazione)[4]. Il *token* è dunque rappresentativo di diritti su elementi estranei al registro e ricollegabili all'attività manageriale altrui.
iii. Gli ***utility tokens,*** infine, sarebbero tutti quelli non ricomprendibili nelle categorie anzi citate.

In questo contesto, non è chiaro a quale categoria di *token* si riferisca l'Autorità. Qualora si riferisse unicamente agli *utility token* non si vede il senso di dargli un nuovo nome. Qualora invece intenda riferirsi, in generale, a tutti i *token*, il termine *crypto-asset* appare adeguato.

Due circostanze vanno tenute però in dovuta considerazione. In primo luogo, secondo la definizione offerta, i *crypto-asset* rappresenterebbero dei "diritti connessi ad investimenti in attività imprenditoriali" - e questo basterebbe ad escludere le cripto-valute dalla neocostituita categoria. In secondo luogo, verrebbero espressamente inclusi nella categoria quei *token* considerabili come prodotti finanziari ai sensi del TUF, ma esclusi quelli considerabili come strumenti finanziari ai sensi della MiFID II (perché fonte di rango superiore).

Tutto ciò non potrebbe che creare ulteriori complicazioni all'interprete. Anziché semplificare l'identificazione della disciplina applicabile ai *token*, si inseriscono nuove variabili da considerare. L'unico reale vantaggio sembrerebbe quello offerto dall'esenzione dalla disciplina applicabile ai prodotti finanziari, in prima battuta quella relativa al prospetto informativo. Se il fine dovesse essere questo, non si comprende la volontà di creare l'ennesima categoria giuridica. Sarebbe preferibile rendere più chiara la categoria dei prodotti finanziari (che oltretutto rappresenta un *unicum* in Europa).

**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?**

Dei tre elementi presentati, appare centrale unicamente il secondo. Unica caratteristica idonea a definire un *token* è infatti l'impiego di tecnologia basata su registri distribuiti.

Il primo elemento (della finalizzazione al finanziamento di progetti imprenditoriali) potrebbe risultare utile ai fini definitori solo nel caso si intendano escludere dalla categoria dei *crypto-asset* le cripto-valute ed eventuali

---

[3] Tripartizione dei *token* fatta propria anche da alcune Autorità di vigilanza, ad es. – FINMA, «Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle *initial coin offering* (ICO)», *FINMA*, 2018, disponibile su <https://www.finma.ch/it/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>, pp. 2-3. Di notevole interesse è anche la quadripartizione adottata recentemente dalla Banca d'Italia, che, se da una parte, ha il pregio di mettere in evidenza *stable coins* (*infra* nota **Error! Bookmark not defined.**), criptovalute emesse da banche centrali e *token* non convertibili; dall'altro, pone in linea d'eccezione il parallelo *stable coins/* contratti derivati – A. CAPONERA, C. GOLA, «Aspetti economici e regolamentari delle "cripto-attività"», in *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, 2019, n. 484, pp. 10-12.

[4] Appare inutile in questo contesto ripetere le caratteristiche che in concreto definiscono una *security* (ed in Italia, non solo gli strumenti ma anche i prodotti finanziari). *Recentemente* - SEC, «Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets», 3 aprile 2019, disponibile su <https://www.sec.gov/files/dlt-framework.pdf>.

*token* emessi per fini sociali; e non si capisce il motivo per cui si potrebbe volerli escludere, soprattutto ove si consideri che le cripto-valute come *bitcoin* sono già estranee alla disciplina dei prodotti finanziari.

L'elemento della destinazione alla circolazione appare invece connaturato nella natura stessa dei *token*. Anzi, qualora si richieda che questi circolino solo in appositi sistemi di scambio si limita la principale novità introdotta dalla tecnologia dei registri distribuiti: la decentralizzazione. Si richiede infatti che i *token* siano destinati ad essere "quotati" in appositi sistemi di scambio. Viceversa, la tecnologia *blockchain* consente la dematerializzazione di titoli senza che essi siano inseriti in un sistema di gestione accentrata; consente ai privati di scambiarsi *asset* digitali senza l'ausilio di intermediari. In ogni caso, non risulta chiaro cosa si intenda per "scopo ultimo" della circolazione – un titolo può essere idoneo, non destinato, alla circolazione. Infine, non si specifica chiaramente cosa venga inteso per "sistema di scambi".

**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)?**

La definizione fornita è idonea ad escludere i soli *pure commodity-token* (se con questo termine si intendono le cripto-valute) dalla categoria dei *crypto-asset.* A tal proposito, affermando che i *crypto-asset* sono rappresentativi di diritti su beni estranei alla *blockchain,* si escludono automaticamente dalla categoria tutti i *token* autoreferenziali.

Un elemento definitorio che potrebbe risultare necessario, ma non pare sia stato considerato, è relativo alla distinzione tra prodotti e strumenti finanziari. Se i *crypto-asset* pongono una deroga alla disciplina dei primi, ma non a quella dei secondi, sarebbe opportuno specificarlo nella definizione stessa. In fin dei conti, l'unico elemento che pone problemi alla chiara applicazione delle norme del TUF ai *token* risiede unicamente nella nozione di prodotto finanziario.

Manca infine una formula idonea ad escludere con certezza gli strumenti finanziari (così come previsti dalla MiFID) dalla categoria dei *crypto-asset*. Si potrebbero ad esempio considerare come *crypto-asset* solo quei *token* che offrono forme di remunerazione indiretta e meramente eventuale; oppure, all'inverso, si potrebbero considerare come *crypto-asset* tutti i *token* che non offrano alcuna forma di remunerazione diretta.

**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)?**

La tecnologia dei registri distribuiti offre semplicemente un nuovo strumento, un nuovo sostrato digitale, per veicolare fattispecie giuridiche preesistenti. Una cripto-azione, ad esempio, non cambia la sua essenza per il solo fatto di essere disegnata in chiave *blockchain*: rimarrà pur sempre un titolo azionario. Quello che cambia è piuttosto il veicolo per la sua circolazione.

In passato, si incorporavano le partecipazioni azionarie in certificati per garantirne la facile trasferibilità. Infatti, il certificato poteva agevolmente passare di soggetto in soggetto. Questa impostazione si potrebbe definire "analogica", ed al contempo decentrata: per la circolazione del titolo non era infatti necessario l'ausilio di alcun intermediario. Soffriva però degli svantaggi legati alla natura cartacea del certificato (contraffazione, perdita, furto, ecc.).

Con l'avvento dei computer si è quindi passati, in linea di massima, ad una gestione dematerializzata ed accentrata dei titoli - i trasferimenti devono essere necessariamente essere segnalati dagli intermediari al sistema di deposito accentrato (in Italia, la Monte Titoli S.p.a.).

Il registro distribuito consente una sorta di ritorno alle origini, senza però patirne gli svantaggi. Offre una gestione decentrata (*peer-to*-peer) dei titoli, ma con l'ausilio di tecnologie che assicurano veridicità alle informazioni inserite nel registro ed una garanzia sulla corretta tenuta degli stessi.

Per questo motivo appare inopportuno creare un'apposita categoria, dei *crypto-asset*, definita unicamente dal punto di vista tecnologico. Non è chiaro infatti (e lo si può notare dalle precedenti osservazioni) come questa si differenzi **giuridicamente** dalle preesistenti fattispecie previste dall'ordinamento. La tecnica legislativa adottata per l'*equity crowdfunding*, per quanto mossa da lodevoli intenti, fornisce una concreta testimonianza di come un intervento legislativo possa fallire nel raggiungimento degli intenti sperati.

L'idea di inserire soglie di valore è certamente vincente. Non lo è all'interno della categoria dei *crypto-asset*, quanto piuttosto in via generale. Si potrebbe immaginare di porre nuovi obblighi informativi di misura ridotta e standardizzata, simili a quelli già previsti per il *crowdfunding*, a tutti i prodotti finanziari esentati dalla pubblicazione del Prospetto ai sensi della soglia di valore di cui alla lettera c), art. 100, TUF, così come fissata dall'art. 34-*ter* del Reg. Emittenti.

Invece, non sembra utile limitarne l'applicazione ai soli strumenti partecipativi di start-up e PMI innovative, da una parte, ed ai *crypto-asset*, dall'altra. Introdurre degli obblighi ridotti ma di portata generale, applicabili indistintamente a tutte le offerte di prodotti finanziari al di sotto della soglia prevista dalla lettera *c)*, sarebbe in sostanza preferibile.

**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**

L'ampliamento della gamma di attività esercitabili dai gestori di portali di *crowdfunding* potrebbe certamente aiutare a ravvivare un mercato che, ad oggi, non sembra esaltante. Non si ravvedono, inoltre, motivi per cui la commistione delle attività dei portali (*crowdfunding* ed *ICO*) potrebbe avere effetti negativi in tal senso.

Gli stringenti requisiti, soggettivi ed oggettivi, imposti per l'offerta di strumenti finanziari su tali portali, e soprattutto la scarsa dimensione dei singoli mercati nazionali, come quello italiano (come peraltro sottolineato dalla commissione EU nella proposta di Regolamento sull'*investment-based crowdfunding*) ne limitano infatti di molto la portata.

Le "ICO regolamentate" avrebbero il potenziale per ravvivare i portali di *crowdfunding*. Bisogna però essere cauti con le aspettative. Le ICO, per loro natura, non transitano per intermediari quanto piuttosto sul sito dell'emittente stesso. Non è assolutamente certo che gli emittenti, per ottenere l'ipotetico crisma di "ICO regolamentata" decidano di pubblicarle su appositi portali - pagando peraltro una commissione.

Va inoltre considerato il rischio che gli investitori facciano affidamento sull'avvenuta regolamentazione del settore e non pongano la necessaria attenzione all'investimento. Il gestore di portali non fornisce alcuna garanzia sulla bontà dell'offerta, né tantomeno svolgerebbe alcuna *due diligence* sull'emittente. Il crisma di legalità sarebbe, pertanto, unicamente fuorviante per l'investitore.

**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)?**

Certamente: non si vedono ragioni per cui bisognerebbe escluderlo. Ovviamente, per una questione di parità di trattamento, dovrebbero rispettare le condizioni poste ai gestori di portali autorizzati.

**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?**

Come già detto in precedenza, sarebbero auspicabili dei generali obblighi informativi -ridotti- in capo all'emittente. L'intermediario, non svolgendo obbligatoriamente attività di *due diligence,* non offre alcuna garanzia reale all'investitore. Anzi, offre soltanto una vetrina "regolamentata" a possibili truffe. Non è inoltre chiaro se risulterebbero immediatamente applicabili gli ulteriori obblighi imposti per le offerte di *equity crowdfunding.*

Certamente, laddove lo scopo dovesse essere solo quello di ravvivare i portali di *crowdfunding* ed al contempo incentivare le ICO, il regime potrebbe risultare idoneo. Qualora invece si intendesse fornire un'adeguata tutela all'investitore sarebbero necessari ulteriori presidi.

Quanto poi all'opzionalità del regime: se l'utilizzo di portali autorizzati fosse obbligatorio, la disciplina non sarebbe certamente *Technology Neutral*. L'utilizzo di intermediari autorizzati tradisce, in parte, la stessa tecnologia dei registri distribuiti, senza però offrire alcun presidio di tutela effettivo. Il regime *opt-in* consente quantomeno di sperimentare l'adozione di una tale regolamentazione senza porla come vincolo permanente allo sviluppo del mercato.

**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)?**

Il motivo per cui i due tipi di piattaforme dovrebbero essere trattati differentemente è chiaro. Piuttosto, non è chiaro come il 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 possa tutelare in qualche modo gli investitori.

Per quanto attiene al primo profilo, è ovvio che l'infrastruttura tecnologica dei sistemi di scambio necessita di requisiti più stringenti. Infatti, la materiale gestione tecnica dei *crypto-asset* è vicenda più che delicata, in cui sono in gioco valori di notevole entità (e lo testimoniano i numerosi attacchi che hanno coinvolto, negli anni, gli *exchanges* di tutto il mondo). Ciò non è necessariamente vero per le *offering platforms* qualora abbiano unicamente la funzione di "vetrina", e dunque consentano unicamente le operazioni di pagamento in valuta *fiat* - oltretutto servendosi di istituti all'uopo autorizzati.

Per quanto attiene al secondo profilo, considerando le notevoli riserve sollevate nelle precedenti riposte, appare ovvio il motivo per cui si dubiti che i *token* offerti su portali autorizzati offrano maggiori garanzie di altri. Né la piattaforma, né l'autorità di vigilanza, compiono alcuna attività di controllo dell'emittente. Una tale connessione si trasformerebbe non solo in un peso inutile, ma non sarebbe neppure *Technology Neutral* perché imporrebbe indirettamente l'utilizzo di *offering platforms.*

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

Quali requisiti minimi debbano essere imposti sugli emittenti dipende, naturalmente, dal prodotto che intendano offrire. A tal fine, la vaghezza della definizione di *crypto-asset* certamente non aiuta.

In ogni caso, non si ritengono necessari requisiti minimi di capitale. In futuro, sarebbe invece opportuno che le emissioni rientrassero nei limiti di *financial ratio* prestabilite. Quali dovrebbero essere tali *ratio* non è al momento possibile prevederlo: solo a seguito di ulteriori sviluppi del mercato che rendano possibile individuare i tipi di *token* più diffusi lo si potrà stabilire.

Nel caso in cui dovesse essere possibile offrire strumenti finanziari partecipativi, dovrebbe essere inoltre imposto un controllo esterno (fatto da un professionista iscritto all'albo dei Revisori) sugli assetti societari e la documentazione contabile. Questo sarebbe l'unico reale presidio in grado di contrastare le asimmetrie informative.

**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?**

/

**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?**

/

**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 finanziare, 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?**

/

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

/

**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?**

In questo caso la risposta è negativa. Dovrebbe essere garantito un approfondito controllo tecnico sulle *trading venues* e proprio per questo motivo l'iscrizione al registro non dovrebbe assolutamente essere opzionale. Non si tratta in questo caso di preservare la *tech neutrality* ma di evitare che il mercato sia popolato da *player* inaffidabili - un solo caso potrebbe distruggere la credibilità dell'intero mercato.

**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?**

In questo caso occorre fare una distinzione. L'operatività dei sistemi di scambio dovrebbe sicuramente essere condizionata al possesso dei requisiti imposti dall'Autorità (per le suesposte ragioni). Quella delle *offering platforms* no.