

Milano, 05 giugno 2019

Prot. n. 28/19

Inviata tramite SIPE

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

Oggetto: Risposta di Assosim al Documento per la Discussione “Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività” (di seguito “Documento”)

Nel ringraziare codesta Autorità per l’opportunità di partecipare alla consultazione, ASSOSIM, previo confronto con le proprie Associate, svolge le considerazioni sotto riportate.

* * *

Premessa

Assosim condivide l’obiettivo perseguito da codesta Autorità di dettare, in linea con la tendenza peraltro diffusa a livello internazionale, un quadro normativo per le attività in oggetto che, senza pregiudicare gli obiettivi di tutela degli investitori e del mercato demandati dal legislatore alla responsabilità della stessa, favorisca lo sviluppo di nuove tecnologie e, in particolare, nuove forme di finanziamento per le attività imprenditoriali.

Ciò nondimeno, la scrivente considera fondamentale che il quadro normativo risulti neutrale rispetto allo strumento tecnologico utilizzato e, pertanto, non discrimini forme di finanziamento di progetti imprenditoriali non incorporate in cripto-attività basate su tecnologia DLT, né tantomeno forme di finanziamento non incorporate in cripto-attività laddove, ovviamente, ricorrano analoghi presidi di tutela in termini di requisiti degli emittenti e degli strumenti, nonché delle modalità di emissione e delle modalità di successivo trasferimento degli stessi.

Sezione I del Documento di consultazione: Aspetti definitori

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?

Il richiamo operato nel Riquadro 1 alla definizione di DLT di cui al Decreto Semplificazioni può teoricamente dare luogo a una selezione delle tipologie di cripto-attività su base tecnologica (non neutrale). In altri termini, ove fosse possibile creare una o più categorie di cripto-attività non basate su DLT (come definite nel Decreto Semplificazioni), si potrebbe assistere a una esclusione di queste ultime dal perimetro della definizione offerta dalla Consob, con i conseguenti effetti sul piano regolamentare, pur in presenza di caratteristiche simili a quelle di cripto-attività create su DLT.

Nel caso di dipendenza giuridica e funzionale (i.e. le cripto-attività non possono essere se non quelle create, emesse e negoziate su Tecnologie a Registro Distribuito come definite nell’art. 8-ter del Decreto Semplificazioni) allora:

- i. la norma non sarebbe neutra dal punto di vista tecnologico (di fatto preferendo una categoria di tecnologie, le DLT, rispetto ad altre sia esse esistenti o future);
- ii. si rischia di non intercettare quelle varianti delle DLT che, rispetto al modello descritto nel Decreto Semplificazioni, presentano differenze tecniche.

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?

Quanto al primo elemento, si ritiene che non possa in astratto escludersi la finalizzazione al finanziamento di progetti imprenditoriali anche per le emissioni di *utility token* rappresentativi di merci o servizi, le cripto-attività spendibili per l’acquisto di beni o servizi o rappresentativi di diritti. Al fine di ricondurre tali fattispecie nel perimetro di applicazione dell’emananda normativa, la Consob ben potrebbe far propria la metodologia adottata dalla US SEC nella guida rilasciata sull’interpretazione *dell’Howey test* e nella *no-action letter* nel caso “TurnKey Jet, Inc.”, dove è tratteggiato il confine tra *utility* e *security*.

In particolare, in analogia a quanto previsto dalla SEC nel caso sopra richiamato, si potrebbe prevedere che un *token* non abbia le finalità di finanziamento nel caso in cui:

- i. l'emittente non utilizzi i fondi per sviluppare la piattaforma, il network o l'applicazione digitale che, pertanto, sarebbero attive e funzionanti al momento dell'emissione;
- ii. i *token* siano immediatamente spendibili per la loro utilità sottostante;
- iii. sia predefinito il prezzo unitario di vendita dei *token* per l'intera durata del progetto (eliminando in tal modo la possibilità di apprezzamento speculativo);
- iv. i *token* siano collocati attraverso una campagna volta ad esaltarne la funzionalità e non il potenziale apprezzamento.

In relazione al secondo elemento - l'impiego di DLT - si rinvia alle criticità osservate *sub* Q1.

Quanto al terzo elemento, si evidenzia la necessità che lo scopo ultimo della circolazione delle cripto-attività in appositi sistemi di scambi, indispensabile presidio a tutela dell'investitore, sia verificabile in concreto e, pertanto, non possa ritenersi sufficiente una mera dichiarazione in tal senso da parte dell'emittente. Più che l'accertamento della mera negoziabilità potenziale degli stessi, si ritiene debba potersi riscontrare la loro pressoché contestuale ammissione a negoziazione su piattaforme rispondenti alle caratteristiche descritte nel documento di consultazione e ben individuate nella documentazione di offerta (*white paper*).

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 proposta dalla Consob potrebbe intercettare anche altre tipologie di criptocreazioni tra cui gli *utility token* e cioè quelle particolari tipologie di *crypto-asset* che, di per sé non corredate da promesse di "rendimento" o componenti finanziarie, incorporino diritti a ricevere beni o servizi dall'emittente che non si connotino di caratteristiche finanziarie, così come ad esempio individuate in relazione alle osservazioni fornite *sub* Q2.

Inoltre, non si ritengono sufficientemente chiari gli elementi che permettono di distinguere la fattispecie oggetto di trattazione dalle cripto-attività con "caratteristiche tali da consentire la chiara e indubbia riconduzione all'insieme degli strumenti finanziari (codificati dalla disciplina MiFID) o dei prodotti di investimento (PRIIP, PRIP e IBIP)". Al fine di delineare il confine tra le cripto-attività ibride e gli strumenti finanziari, la definizione di cui al Riquadro 1 dovrebbe indicare quale sia la natura dei diritti e degli obblighi delle parti rappresentate nelle medesime e in quali circostanze da tali diritti consegua la classificazione di strumento finanziario (o prodotto di investimento).

In termini più generali, stante la complessità dell'esercizio definitorio delle cripto-attività, si riterrebbe consigliabile, almeno in una prima fase transitoria in attesa delle decisioni a livello europeo, lasciare aperta - in analogia al modello francese – la possibilità anche di valutazioni *case by case* da parte dell'Autorità o prevedere l'istituzione di uno sportello dedicato (sullo stile del “*Canale FinTech*” di Banca d'Italia) presso il quale gli interessati possano presentare i propri progetti e sciogliere previamente eventuali dubbi sulla natura del prodotto proposto.

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)?

A fini di tutela del risparmiatore e del buon funzionamento del mercato si ritiene opportuno che l'emanando regime si applichi alle offerte di cripto-attività entro i limiti determinati dalla Consob per le piattaforme di equity crowdfunding. Non si può infatti escludere che le emissioni di cripto-attività assumano caratteristiche tali da richiedere l'introduzione di ulteriori presidi a tutela di mercati e investitori.

Sezione II del Documento di consultazione: 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 condivide la proposta di consentire anche ai gestori di portali di crowdfunding la promozione di tali offerte, a condizione che sia prevista – come del resto prospettato dalla stessa Consob – una chiara distinzione rispetto all'attività connessa alle offerte di crowdfunding.

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?

Sul presupposto che l'ipotizzato regime agevolato comporti l'adozione di un set informativo, relativo all'operazione di emissione di cripto attività, meno oneroso rispetto a quanto oggi previsto dalla disciplina in materia di prospetto, si auspica l'intervento

dell'Autorità per la definizione di una adeguata standardizzazione delle informazioni da fornire all'investitore sull'operazione. Lasciare infatti al gestore della piattaforma tale definizione potrebbe non conseguire l'obiettivo di tutela del potenziale investitore che il Documento intende perseguire: gestori poco virtuosi potrebbero per ipotesi richiedere un numero esiguo di informazioni circa l'offerta di crypto-attività, favorendo operazioni dai contorni più opachi.

Q8 Si ritiene opportuno, nell'ottica della maggiore tutela degli investitori, stabilire uno stretto collegamento fra l'offerta di crypto-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)?

Fermo restando quanto rilevato in premessa in relazione alla necessità affinché il quadro regolatorio si ponga in posizione neutrale rispetto allo 'strumento' utilizzato e, per l'effetto, il collocamento e la successiva negoziazione di attività possa essere realizzata anche mediante tecnologie diverse dalla *blockchain*, si ritiene che il successivo accesso a un sistema di scambi possa rappresentare un utile presidio nel limite in cui trovi applicazione allo stesso un adeguato regime di trasparenza. Ciò posto, tale requisito non deve tradursi in un "obbligo di concentrazione" ben potendo le relative attività essere trasferite direttamente tra privati o favorite per il tramite di meccanismi di market making o internalizzazione al di fuori del circuito di scambio.

Analogamente, si ritiene opportuno considerare la possibilità di ammettere al regime di *safe harbour* anche i *token* per cui l'emittente abbia esercitato l'*opt-in* nella sola fase di mercato secondario. Anche per questi, infatti, l'accesso all'*exchange* sarebbe consentito solo previa verifica dei requisiti che saranno richiesti in capo all'emittente e/o allo strumento, garantendo adeguata protezione agli investitori.

Per la stessa motivazione si ritiene inoltre opportuno che anche i *token* emessi all'estero, e quindi, non collocati in fase di mercato primario secondo la regolamentazione italiana, possano essere ammessi al regime in discorso.

In termini più generali, non si ravvisa la necessità di una stretta correlazione tra l'offerta di crypto-attività di nuova emissione, realizzata per il tramite di piattaforme vigilate, e il loro successivo accesso a un sistema di scambi regolamentato: entrambi gli step, pur presi separatamente, prevedono la previa verifica dei requisiti di legge, offrendo adeguata protezione al risparmiatore che decida di partecipare all'operazione, sia sul primario, sia sul secondario.

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

L'ammissione alla negoziazione, contemplata nel documento di consultazione, di crypto-attività emesse da "*network* di sviluppatori" - intendendosi per tali organizzazioni prive

di forma giuridica o dotazioni patrimoniali - dovrebbe essere quantomeno subordinata all'individuazione di un centro di imputazione giuridica di responsabilità risarcitoria che possa essere, nel caso, destinataria delle attività di vigilanza, ispezione e regolamentazione da parte delle Autorità.

Sezione III del Documento di consultazione: 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*?

Non si è in grado di valutare se si diano o se potranno darsi in futuro circuiti per la negoziazione di cripto-attività esclusi dalla definizione proposta nel documento di consultazione.

Ciò nondimeno, si intende ancora una volta ribadire la necessità affinché la Consob adotti al riguardo un approccio funzionale, che non abbia cioè riguardo alle specifiche tecnologie utilizzate dal sistema, quanto piuttosto ai presidi da questo approntati al fine di garantire un'adeguata tutela degli investitori e del mercato nel suo complesso.

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?

Fermo restando il suggerimento di adottare un approccio funzionale, in relazione al requisito previsto nel Riquadro 5, lettera d) del Documento, si osserva che il riferimento a *blockchain* come equivalente di DLT appare poco appropriato stante il rapporto di specie a genere tra *blockchain* e tecnologie a registri distribuiti. Oltre alle osservazioni già svolte *sub* Q1, si consideri che non esiste attualmente una definizione normativa di *blockchain*.

Si evidenzia inoltre come le reti DLT (in particolare le reti tipo *Ethereum*) siano vulnerabili a particolari rischi (quali la non reversibilità delle transazioni, capacità di calcolo distribuita e non coercibile, ecc.). Sarebbe pertanto opportuno dare risalto ai rischi particolari delle reti *blockchain*, eventualmente modulando i requisiti sulla base delle caratteristiche delle reti stesse.

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?

Si richiamano qui le osservazioni formulate sub Q11.

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?

L'alterazione delle caratteristiche della *blockchain* con la finalità di esaltarne i profili di sicurezza potrebbe in teoria portare a una non coincidenza tra tale sistema *blockchain* e la definizione di DLT "valorizzata" nella definizione di cripto-attività (si veda Q1)¹. Di conseguenza, si potrebbe assistere a un disallineamento tra definizioni (*blockchain*, DLT e cripto-attività).

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 la necessità di introdurre un regime transitorio per la prosecuzione degli scambi sui *token* già emessi.

* * *

Si resta a disposizione per eventuali chiarimenti e si coglie l'occasione per porgere i migliori saluti.

Il Segretario Generale
Gianluigi Gugliotta



¹ La definizione di DLT potrebbe non coincidere con quella di *blockchain* che, secondo diversi autori, rappresenta una specie del genere delle *distributed ledger technologies*. Maggiore chiarezza terminologica sembrerebbe essere opportuna alla luce della profonda interconnessione tra la definizione giuridica di cripto-attività e il mezzo tecnologico posto alla sua base.