

## DOCUMENTO PER LA DISCUSSIONE – CONSOB

### LE OFFERTE INIZIALI E GLI SCAMBI DI CRIPTO-ATTIVITA'

Le considerazioni e opinioni contenute in questo documento, sono parte di un lavoro di ricerca per la tesi magistrale che sto effettuando presso l'Università della Svizzera Italiana. Il mio lavoro, supportato dal prof. Roberto Balmer, è incentrato su un'analisi comparativa tra gli approcci regolamentari adottati da tre diverse giurisdizioni: Svizzera, Malta e Italia. L'obiettivo della ricerca è anche di interpretare gli approcci adottati ed identificare un approccio ottimale in termini di welfare in generale e per ogni possibile tipologia di obiettivo regolamentare.

---

**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 problema economico fondamentale che il regolatore sembra voler risolvere con queste proposte è quello di un'asimmetria di informazioni tra l'investitore in un progetto imprenditoriale (crypto o non crypto) e l'imprenditore. Concordo sull'utilità di stabilire regole volte a garantire un minimo di trasparenza per tutti gli investimenti per evitare un fallimento del mercato. Allo stesso tempo, in un mondo in cui velocità ed innovazione hanno un ruolo sempre più importante, la burocrazia nella fase startup dovrebbe essere ridotta al minimo, anche quando ci si rivolge ad un pubblico vasto di potenziali investitori tramite DLT ed internet.

Considerando la discordanza tra gli obiettivi di protezione dell'investitore e di innovazione e data la natura molto diversa dei possibili investimenti (crypto o non-crypto), sembra che una regolamentazione differenziata, ma comunque semplice ed efficace, sarebbe opportuna.

La definizione di cripto-attività proposta nel "Riquadro 1" è un elemento importante della regolamentazione futura in materia e si riferisce ad "*evidenza della natura di registrazioni digitali rappresentative di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali*".

In primo luogo conviene constatare che sembra che non ci si riferisca nella definizione di base con la nuova legislazione esplicitamente alle tecnologie DLT (distributed ledger technologies) come ad esempio, nella nuova legge Svizzera<sup>1</sup>. Questo ha dei vantaggi (cf. questione 2).

Tali attività dovrebbero però essere definite in modo tale da riuscire a catturare non solo gli elementi distintivi di tecnologia ("digitale") ma anche le peculiarità che definiscono un investimento di natura finanziaria. Stando a ciò ritengo che sì, la definizione proposta dal documento possa di base soddisfare la necessità di catturare le specificità ma che allo stesso tempo possa essere strutturata in modo più chiara, incorporando e specificando distintamente tutti gli elementi necessari al fine di definire la categoria ed eventuali subcategorie.

**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?**

---

<sup>1</sup> <https://www.news.admin.ch/newsd/message/attachments/56203.pdf>

I tre elementi identificati come centrali per la definizione degli assets oggetto di regolamentazione sono tre condizioni fondamentali al fine di distinguere tali elementi e collocarli-all'interno dell'ambito regolamentare in esame.

Questi elementi sembrano aggiungersi alla definizione di base e ci si riferisce solo alle DLT e più precisamente solo a quelle DLT che sono in grado di garantire l'identificazione e che sono destinate ad essere negoziate in sistemi di scambio.

A mio avviso non è necessario e potrebbe essere controproducente per un regolatore definire una particolare tecnologia come la DLT come sola tecnologie "fit for purpose" nel mondo digitale. Escludere DLT dalla definizione avrebbe il vantaggio di non escludere altre tecnologie promettenti che potrebbero anche non essere "distributed" per il futuro dei titoli basati su carta. Tali tecnologie potrebbero per esempio essere messi in campo da player finanziari più tradizionali.

Dal momento in cui l'attività di emissione di crypto-tokens da parte di aziende oggi non necessariamente gode di buona reputazione in quanto facilmente oggetto di truffe, l'elemento della finalizzazione al finanziamento di progetti imprenditoriali è fondamentale per eliminare tutti i casi in cui tale elemento non sia chiaro e primario. Ritengo giusto e soprattutto coerente che tale elemento sia centrale per la regolamentazione di tali strumenti in quanto è anche elemento distintivo al fine di tutelare gli investitori ed indirizzarli verso operazioni affidabili e chiare. Questo elemento può rappresentare una forma di tutela per gli investitori anche in virtù dell'attuale assenza di obblighi legali di divulgazione finanziaria per l'emissione di crypto-tokens.

Ritengo inoltre che al fine di assicurare una minima tutela degli investitori, qualora una chiara e definita regolamentazione di tali strumenti non dovesse avvenire nel breve periodo, potrebbero essere definiti dei requisiti minimi da soddisfare al fine di ottenere una revisione/accettazione delle proposte di emissione di *crypto-assets*.

Per quanto riguarda la circolazione in mercati secondari degli strumenti in esame, al fine di rimanere coerenti con la natura stessa di tali strumenti ritengo sia coerente, necessario ed efficace "limitarne" la circolazione in appositi sistemi definiti e strutturati secondo le caratteristiche che contraddistinguono la tecnologia.

A mio avviso si potrebbero e si dovrebbero però già al livello di definizione anche distinguere diverse tipologie di investimenti crypto (o più genericamente investimenti basati su tecnologie digitaliefficaci). Si potrebbero, ad esempio, definire a seconda del caso, eccezioni totali e parziali agli obblighi di protezione degli investitori come stabilito dalle nuove leggi promulgate dal governo Maltese. Per esempio proponendo diverse categorie di investimenti crypto con esenzioni di obblighi:

- a) piccoli investimenti in assoluto (soglia assoluta), o
- b) piccoli investimenti per un dato investitore (soglia relativa al reddito), o
- c) piccoli investimenti per un dato investitore (soglia relativa al patrimonio), o
- d) dimostrazione che l'investitore è conscio della rischiosità del investimento.

Tali definizioni potrebbero prevenire l'implementazione di una burocrazia spropositata, come la proposta di analisi *case-by-case* per le eccezioni della CONSOB. Queste eccezioni dovrebbero nel medio termine, sempre con uno spirito di neutralità tecnologica, non solo riguardare DLT ma anche i securities tradizionali e le tecnologie alternative.

**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)?**

Ritengo che la definizione proposta nel Riquadro 1 non escluda chiaramente e improrogabilmente gli strumenti non inclusi nella regolamentazione in oggetto. Ritengo inoltre che, al fine di poter chiaramente e indiscutibilmente identificare i *cripto-tokens* oggetto di regolamentazione, sia fondamentale e necessario comprensibilmente definire le altre tipologie emettabili.

In questo contesto, potrebbe risultare utile adottare e definire le diverse tipologie di *tokens* emettabili che dovrebbero diversificarsi a seconda dello scopo con cui vengono emessi. In particolare, seguendo le diverse categorie identificate in altri paesi, quali ad esempio Malta e Svizzera, potrebbe essere utile e plausibile identificare le seguenti categorie di *tokens*:

- *Tokens* puramente monetari o di pagamento (*Payment tokens*)
  - o Tutte quelle cripto-attività che non sono specificamente connesse ad alcun prodotto/servizio o attività di una terza parte né del soggetto emittente e non conferiscono alcun diritto proprietario all'acquirente. Questi *tokens* sono riconducibili alle monete virtuali utilizzate come forma di pagamento come *Bitcoin*, *Ethereum* etc.... Tali *tokens* sono quindi caratterizzati dalla mancanza di connessione con il mercato dei capitali e perciò possono non essere considerati critici nel contesto in esame ma semplicemente equiparabili a una qualsiasi moneta elettronica.
- *Tokens* d'acquisto (*Utility tokens*)
  - o In questo caso si fa riferimento ai *tokens* acquistati dall'investitore con l'obiettivo di ottenere diritti di accesso digitale ad un'applicazione o un servizio. In tal caso bisognerebbe distinguere tra gli *utility tokens* che al momento dell'emissione possono già essere utilizzati per l'accesso al servizio/applicazione e quelli che al momento dell'emissione hanno solamente lo scopo di investimento. In quest'ultimo caso l'emittente, al momento dell'emissione dei *tokens*, si troverebbe in una situazione di incapacità di dimostrare la realtà del diritto sottostante il *token* emesso e pertanto si potrebbe creare una situazione di incertezza regolamentare.
- *Tokens* patrimoniali (*Asset tokens*)
  - o I *tokens* patrimoniali, già identificati e definiti nell'ambito di altre regolamentazioni, fanno riferimento ai *tokens* che includono una componente di investimento sottendendo dei diritti patrimoniali e/o amministrativi. Quest'ultimo è forse il caso in cui la regolamentazione troverebbe maggiori ostacoli e difficoltà. Infatti, i *tokens* sottendenti diritti attribuiti ai detentori, dovrebbero in una visione di neutralità tecnologica essere trattati al pari degli strumenti regolamentati nel mercato del capitali.

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

Al fine di perseguire obiettivi di tutela degli investitori, ritengo sia importante ridurre al minimo le asimmetrie informative che attualmente persistono tra investitori ed imprenditori nel corso di un'emissione di *tokens*. Per fare ciò, analizzando la situazione dal punto di vista di un potenziale investitore, ritengo sia fondamentale un buon livello di divulgazione dei progetti imprenditoriali sottostanti la richiesta di investimento. Al contempo, in un mondo in cui velocità ed innovazione assumono un ruolo sempre più importante, bisognerebbe mantenere snella la burocrazia riguardante business in fase di startup, anche nei casi in cui ci si rivolgea ad un pubblico vasto di potenziali investitori attraverso DLT e/o internet.

A tal proposito, potrebbe risultare conveniente stabilire come requisiti minimi di comunicazione da parte del business emittente i seguenti documenti:

- Dichiarazione riguardante gli obiettivi e lo scopo del progetto imprenditoriale. Tali dichiarazioni chiarirebbero immediatamente gli obiettivi del progetto che si intende finanziare, permettendo quindi anche agli investitori, di identificare facilmente eventuali progetti di loro interesse;
- Divulgazione del *Business plan*, che consente di formalizzare e verificare la fattibilità di un progetto in termini economico-finanziari. Richiedere tale documento darebbe un doppio vantaggio. Da un lato, mostrerebbe le buone intenzioni dell'emittente nel programmare e valutare le proprie idee progettuali e, ad attività già avviata, dà la possibilità di misurare e confrontare i risultati della gestione con le previsioni iniziali, evidenziando eventuali anomalie nei valori registrati. Dall'altro lato consentirebbe agli investitori di valutare ed eventualmente controllare l'andamento del loro investimento. Ciò creerebbe maggiore fiducia tra le parti e, come già specificato, maggiore chiarezza riguardo obiettivi, fattibilità ed andamento del business.
- Dichiarazione riguardante gli investitori target del progetto. Tale dichiarazione sarebbe utile al fine di chiarificare l'ambito di interesse del progetto da finanziare e, al contempo, rendere i potenziali investitori più consapevoli della loro posizione rispetto all'investimento da intraprendere.

Il livello di informazioni richieste dovrebbe però essere proporzionata all'importanza del progetto e l'importanza dell'investimento per l'investitore. Se, per esempio, una startup necessita di finanziare solo 80'000€ da investitori per i quali gli investimenti riguardano solo una parte minima del loro patrimonio o se per esempio ogni investitore non investirebbe più di soli 5'000€ in assoluto, si potrebbe considerare l'opzione di un'esenzione totale degli obblighi di comunicazione per l'emittente. Alternativamente, si potrebbe valutare di prevedere un'esenzione parziale per progetti più importanti. In tal caso, nel caso in cui l'investitore dimostri di essere a conoscenza dei rischi dell'investimento, potrebbero essere richieste all'emittente solo informazioni di base.