

Spett.le
**CONSOB – Commissione Nazionale per le
Società e la Borsa**
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Marini, n. 3
00198 ROMA

Milano, 5 giugno 2019

Oggetto: Osservazioni al documento per la discussione del 19 marzo 2019 intitolato "Le offerte iniziali e gli scambi di crypto-attività"

Ringraziando per l'opportunità offerta, si desiderano sottoporre all'attenzione di Codesta Spettabile Autorità le nostre osservazioni in ordine al documento per la discussione in oggetto (il "**Documento per la Discussione**").

Per eventuali chiarimenti, si prega di contattare l'Avv. Lucio Bonavitacola (indirizzo email: lucio.bonavitacola@cliffordchance.com), l'Avv. Gioacchino Foti (indirizzo email: giacchino.foti@cliffordchance.com), l'Avv. Riccardo Coassin (indirizzo email: riccardo.coassin@cliffordchance.com), o l'Avv. Alberto Claretta-Assandri (indirizzo email: alberto.claretta-assandri@cliffordchance.com).

Distinti saluti,

Studio Legale Associato
in Associazione con Clifford Chance

*** **

1. Considerazioni di carattere generale

Prima di svolgere talune considerazioni di dettaglio in relazione alle specifiche domande contenute nel Documento per la Discussione, si desidera cogliere l'opportunità offerta per sottoporre a Codesta Spettabile Autorità alcune osservazioni di carattere più generale in ordine alle tematiche trattate nel Documento per la Discussione.

1.1 Ambito territoriale

Sotto un primo profilo, ci si domanda se non sia opportuno valutare l'introduzione di opportuni criteri volti a individuare con maggior chiarezza l'ambito territoriale di applicazione della nuova disciplina in fase di studio. Come si legge nella Premessa al Documento per la Discussione, infatti, la nuova disciplina sarà rivolta ai "*soggetti che intendano promuovere offerte di cripto-attività che abbiano come target market i risparmiatori italiani*".

Si ha presente, a tal proposito, che, in tempi recenti, Codesta Spettabile Autorità ha espresso in più occasioni l'orientamento secondo cui determinate iniziative concernenti l'offerta di cripto-attività (o di servizi ad esse connessi) tramite internet dovessero intendersi condotte (anche) sul territorio italiano – e dunque soggette alla normativa italiana – in ragione del fatto che i siti *web* dedicati a tali iniziative fossero fruibili anche in lingua italiana.

Potrebbe essere utile chiarire, a riguardo, se la redazione del sito *web* in lingua italiana costituisca, in ogni caso, un elemento sufficiente a individuare i risparmiatori italiani come *target market* dell'offerta, e quali possano essere, in generale, ulteriori criteri che qualifichino l'offerta come svolta sul territorio italiano, tenuto conto delle modalità consuete di svolgimento di questo tipo di offerte, e del fatto che esse sono frequentemente pubblicizzate su portali specializzati, non necessariamente riconducibili ai soggetti promotori dell'offerta (sotto il profilo dell'individuazione di tali soggetti, e della rilevanza da attribuirsi alle rispettive condotte, si rimanda altresì alle osservazioni sub. Q1).

1.2 Prospettiva di rendimento finanziario

Nel Documento per la Discussione si sottolinea come la codificazione di una categoria *ad hoc* – distinta dai prodotti finanziari – cui ricondurre l'offerta di cripto-attività abbia il pregio di rendere superflua la valutazione – potenzialmente complessa e da condursi caso per caso – circa la sussistenza delle caratteristiche del prodotto finanziario. Tuttavia, come discusso sub. Q7, in concreto è verosimile che non tutti i soggetti

promotori delle offerte trovino agevole avvalersi della disapplicazione della disciplina dei prodotti finanziari (in quanto, ad esempio, per i soggetti esteri l'adeguamento ai requisiti applicabili alle offerte di crypto-attività a livello locale in una pluralità di giurisdizioni potrebbe risultare particolarmente oneroso); a beneficio di questi ultimi, pertanto, potrebbe risultare utile delineare con maggior grado di dettaglio i criteri alla luce dei quali debbano ritenersi integrati gli elementi costitutivi del prodotto finanziario, con particolare riguardo alla prospettiva di rendimento di natura finanziaria.

Quanto a quest'ultimo aspetto, si osserva come molto spesso le crypto-attività diventino oggetto di mercato secondario sin dal momento dell'offerta – e appaiano pertanto agli occhi del potenziale sottoscrittore come attivi di carattere finanziario suscettibili di *trading* per finalità speculative – anche a prescindere da qualsivoglia iniziativa, da parte del promotore dell'offerta, volta a porre in risalto la potenziale natura finanziaria della crypto-attività. In questo senso, si ritiene auspicabile l'enunciazione di un principio secondo cui la mera percezione, da parte del sottoscrittore, della potenziale opportunità finanziaria riconducibile a una determinata crypto-attività, non possa essere sufficiente a determinare la sussistenza del requisito della prospettiva di rendimento finanziario (anche quando essa rappresenti, di fatto, la principale ragione che ha condotto alla sottoscrizione), fintantoché il promotore dell'offerta non abbia in alcun modo alimentato tale percezione (o, addirittura, abbia espressamente invitato a non considerare tale prospettiva nell'ambito del c.d. *white-paper*).

2. Q1. Si condivide la definizione di “crypto-attività” delineata nel Riquadro 1? Riesce la definizione a catturare le specificità rilevanti della crypto-attività rispetto all’approccio delineato nel presente documento?

In tema di aspetti definitori, si osserva che, nell'ambito del Documento per la Discussione, in più punti è fatto riferimento al concetto di 'emittente' della crypto-attività; altre volte, il riferimento è a una platea di soggetti più ampia, ricomprendente soggetti quale l'emittente, il promotore e l'offerente. Di questi soggetti non viene ipotizzata una definizione; tuttavia, a parere di chi scrive sarebbe auspicabile un'individuazione puntuale dei soggetti a vario titolo coinvolti nel contesto di un'offerta di crypto-attività, in modo da poterne delineare i rispettivi compiti e, soprattutto, le rispettive responsabilità.

Con particolare riferimento alla nozione di 'emittente', si rileva come non sempre, nell'ambito delle offerte di crypto-attività, sia possibile individuare un soggetto riconducibile alla figura dell'emittente in senso classico – inteso, cioè, come soggetto al quale fanno capo quegli specifici obblighi giuridici che sono incorporati nello strumento oggetto di emissione. In taluni casi, alla sottoscrizione o all'acquisto di una

cripto-attività non consegue l'acquisto di uno o più diritti esercitabili verso un determinato soggetto 'emittente' (è tipicamente il caso, ad esempio, delle cripto-valute in senso stretto). Per queste ragioni, si ritiene che uno sforzo definitorio, volto a una ricognizione puntuale dei soggetti coinvolti nel contesto dell'offerta di cripto-attività e dei rispettivi compiti e responsabilità, possa risultare utile ai fini dell'elaborazione di una disciplina compiuta del fenomeno.

3. 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?

3.1 Nozione di 'progetto imprenditoriale'

La riconducibilità delle cripto-attività a un progetto imprenditoriale potrebbe non essere sempre agevole. Una cripto-valuta in senso stretto, ad esempio, potrebbe non avere alla base un vero e proprio progetto imprenditoriale: lo stesso Bitcoin, in effetti, si propone semplicemente come mezzo di scambio, e non appare necessariamente scontato descriverne il fenomeno in termini di 'progetto imprenditoriale'.

Si invita quindi a valutare se, e in che termini, l'esistenza di un progetto imprenditoriale vada necessariamente individuata come elemento costitutivo della definizione del concetto di cripto-attività; ovvero se, in altre parole, esistano ipotesi di cripto-attività sprovviste di un vero e proprio progetto imprenditoriale, le quali meritino, ciononostante, di essere pur sempre ricondotte nell'alveo della nozione regolamentare di cripto-attività.

3.2 Negoziabilità

Quanto al requisito della destinazione della cripto-attività alla successiva negoziazione, si osserva che un mercato secondario può, tendenzialmente, svilupparsi spontaneamente anche in assenza di un'iniziativa in tal senso da parte del promotore dell'offerta. Sotto questo profilo, potrebbe essere utile chiarire se il requisito della negoziabilità si ritenga comunque integrato ogniqualvolta sia ammessa la trasferibilità da un utente all'altro della cripto-attività nell'ambito della piattaforma su cui essa è sviluppata, anche laddove il soggetto promotore dell'offerta non abbia inteso creare, o facilitare, lo sviluppo di un mercato secondario. Poiché il regime dell'offerta delle cripto-valute si prospetta in ogni caso come applicabile su base soltanto facoltativa, e tenuto conto che potrebbe essere nell'interesse dello stesso offerente accedere a tale regime (per superare le possibili ambiguità della disciplina sui prodotti finanziari), potrebbe essere utile consentire la configurabilità di un determinato *token* come cripto-

attività ai fini della disciplina speciale anche in ipotesi in cui il requisito della negoziabilità in senso stretto non sia pienamente integrato.

3.3 *Inalterabilità*

Il carattere inalterabile e imm modificabile delle crypto-attività – carattere che è già stato codificato a livello normativo nell'ambito del c.d. decreto Semplificazioni, e che discende dall'impiego di tecnologie basate su registri distribuiti – può essere predicato soltanto su base statistica/probabilistica. In altri termini, l'inalterabilità non rappresenta un carattere assoluto; più precisamente, l'eventualità che il dato conservato mediante registri distribuiti sia suscettibile di alterazione può ritenersi statisticamente irrilevante in ragione delle peculiari caratteristiche strutturali di tali registri (dal momento che la tecnologia della *blockchain* è suscettibile di "attacchi" idonei ad alternarne il contenuto soltanto in circostanze che possono considerarsi del tutto marginali). Potrebbe essere utile chiarire tale aspetto nell'ambito della definizione di "tecnologie basate su registri distribuiti", che è funzionale alla definizione del concetto di "crypto-attività".

4. **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)?**

Nel Documento per la Discussione si rileva che, in ipotesi, può darsi il caso di offerte effettuate su piattaforme per le crypto-attività, *"il cui oggetto integri tuttavia le caratteristiche di strumenti finanziari"*. Sembra di intendere, a riguardo, che Codesta Spettabile Autorità non intenda escludere in radice l'ammissibilità di tali offerte – le quali, invece, resterebbero consentite, a condizione che sia contestualmente assicurato *"il necessario rispetto delle pertinenti discipline UE"*. A riguardo, si chiede cortesemente conferma di tale interpretazione.

Ove, per l'appunto, tale tipo di offerte sia ritenuto ammissibile, sarebbe altresì utile enucleare in dettaglio le modalità di svolgimento dell'offerta in tali casi (es. in termini di collocamento, sottoscrizione, attività di c.d. *onboarding*), stante le molteplici peculiarità delle dinamiche dell'offerta di crypto-attività rispetto alle dinamiche consuete dell'offerta di strumenti finanziari.

5. **Q7. L'approccio delineato per lo svolgimento delle offerte in sede di nuova emissione di crypto-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?**

5.1 Selezione dei progetti imprenditoriali

Con riferimento all'ipotizzata "*selezione dei progetti imprenditoriali meritevoli*" (i quali soltanto potrebbero accedere alle piattaforme), si osserva che tale selezione potrebbe introdurre un elemento di discrezionalità non sempre agevolmente gestibile nella pratica. Sembra di intendere che tale vaglio sarebbe concretamente rimesso ai gestori delle piattaforme; ci si chiede, tuttavia, se l'attribuzione di tale funzione ai gestori non finisca per produrre un effetto disincentivante verso questi ultimi, i quali correrebbero il rischio di essere percepiti come garanti impliciti della qualità delle offerte, con possibili ripercussioni sul piano della responsabilità.

Non risulta, inoltre, che un simile vaglio sia ad oggi previsto in capo ai gestori delle piattaforme di *crowdfunding* (i quali sono individuati nel Documento per la Discussione come candidati ideali all'assunzione del ruolo di gestori delle piattaforme per l'offerta di cripto-attività), in relazione alle offerte di cui all'articolo 100-ter del Testo Unico della Finanza. Si invita, pertanto, a valutare se le esigenze di tutela sottese al requisito del vaglio, a monte, dei progetti idonei ad accedere alle piattaforme, non possano, in effetti, ritenersi adeguatamente presidiate mediante adeguati requisiti informativi a cui attenersi in sede di offerta.

5.2 Esenzione dalla disciplina dei prodotti finanziari

Il regime di *opt-in* delineato nel Documento per la Discussione consentirebbe agli offerenti, che scegliessero di presentare la propria offerta per il tramite di una piattaforma autorizzata, di beneficiare di un'esenzione dal regime dei prodotti finanziari, anche ove la cripto-attività offerta ne integrasse i requisiti.

Si rileva, peraltro, che l'impiego di una piattaforma autorizzata potrebbe non risultare sempre agevole, specie nel caso di offerenti esteri, che intendano condurre un'offerta in una pluralità di giurisdizioni. Per questi soggetti potrebbe risultare particolarmente oneroso adeguarsi ai requisiti imposti in ciascuna giurisdizione interessata; per costoro, dunque, appare particolarmente rilevante poter stabilire se, a monte, l'offerta ipotizzata debba considerarsi svolta (anche) in Italia, e se la cripto-attività che si intende offrire costituisca o meno un prodotto finanziario (in quanto tali soggetti potrebbero, in ipotesi, considerare di optare per l'utilizzo di una piattaforma autorizzata solo in caso di risposta positiva a entrambe queste domande). Alla luce di tali considerazioni, gli auspicati chiarimenti di cui si è detto ai precedenti paragrafi 1.1 e 1.2 appaiono dunque particolarmente utili nell'ottica di agevolare la valutazione di cui sopra.

- 6. 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)?

Con riferimento all'affermazione secondo cui *"solo le crypto-attività che abbiano costituito oggetto di offerta al pubblico attraverso una o più piattaforme per le offerte di crypto-attività [...] possono essere ammesse agli scambi"* (Riquadro 5 del Documento per la Discussione), si chiede di chiarire se la limitazione in questione debba valere soltanto in relazione allo scambio sulle piattaforme di negoziazione registrate, ovvero anche in relazione alle piattaforme non registrate.

Nel primo caso, si osserva che tale restrizione potrebbe rivelarsi penalizzante per le piattaforme registrate, le quali finirebbero per mettere a disposizione una gamma di crypto-attività negoziabili sensibilmente più limitata rispetto a quella disponibile sulle piattaforme non registrate.

Se, invece, la limitazione deve intendersi come avente portata generale (dunque applicabile a qualsiasi piattaforma, anche non registrata), si deve concludere che, anche in assenza di *opt-in*, i gestori di piattaforme per la negoziazione delle crypto-attività sarebbero pur sempre soggetti a un regime parzialmente accostabile a una riserva di attività, nel senso che ad essi sarebbe comunque preclusa l'attività di agevolazione degli scambi su crypto-attività non oggetto di offerta iniziale su piattaforme autorizzate.

In entrambi i casi, sembra inoltre di intendere che, ove la limitazione sia applicabile, ciò impedisca la negoziazione, tra le altre, di tutte le crypto-attività la cui offerta sia avvenuta all'estero. Vi è, pertanto, un rischio di perdita di competitività nei confronti degli *exchange* esteri non sottoposti alla vigilanza di Codesta Spettabile Autorità; salvo che non si voglia ipotizzare, per questi ultimi, un monitoraggio dell'ambito di operatività territoriale – il che apparirebbe, tuttavia, di difficile e onerosa implementazione pratica, nonché, in ultima analisi, penalizzante per gli investitori italiani, che potrebbero vedere compromessa la possibilità di accesso a una vasta platea di piattaforme estere.