



Via delle Quattro Fontane 20, 00184 Roma
T +39 06 478751 F +39 06 4871101

Roma, 5 giugno 2019

Spett.le
CONSOB
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini, n. 3
00198 Roma
Italia

Oggetto: Commenti al Documento per la discussione in materia di “offerte iniziali e scambi di cripto-attività” pubblicato dalla CONSOB in data 19 marzo 2019.

Con il Documento in oggetto (il “**Documento CONSOB**”), l’Autorità di Vigilanza ha inteso avviare un dibattito a livello nazionale sul tema delle offerte iniziali e degli scambi di cripto-attività in connessione con la recente diffusione di operazioni di *initial coin offerings* (ICOs) mediante le quali i risparmiatori italiani sono chiamati a investire in c.d. *crypto-assets*.

Nell’esprimere il nostro apprezzamento per l’iniziativa della CONSOB - certamente auspicata in considerazione della novità degli argomenti trattati - di seguito riportiamo sinteticamente talune preliminari riflessioni, maturate anche in occasione dell’attività di assistenza ai nuovi operatori italiani ed esteri che si stanno affacciando sul mercato FinTech in Italia.

* * *

1. Aspetti definitori

Come evidenziato da codesta stessa Autorità, la definizione di un quadro regolamentare organico che permetta di investire nel mondo delle cripto-attività con consapevolezza dei rischi e delle opportunità che si presentano non può che iniziare dagli aspetti definitori.

In tal senso, appare immediatamente chiaro il perimetro su cui insiste l’approccio che la CONSOB si propone di delineare: le cripto-attività che si differenziano dagli strumenti finanziari e dai prodotti di investimento (PRIIP, PRIP e IBIP) ma che, al tempo stesso, potrebbero presentare elementi eventualmente suscettibili di integrare la nozione domestica di prodotto finanziario. Come si legge nel Documento CONSOB, i tratti qualificanti utili ad identificare la categoria delle cripto-attività oggetto dell’intervento sarebbero, in sintesi:

- a) la natura di *registrazioni digitali* create, conservate e trasferite mediante *tecnologie basate su registri distribuiti* (*distributed ledger technology* - DLT, o *blockchain*);
- b) l'incorporazione dei diritti dei soggetti che abbiano investito con l'obiettivo del *finanziamento dei progetti imprenditoriali sottostanti*;
- c) la destinazione alla successiva *negoiazione all'interno di uno o più sistemi di scambi*.

Preliminarmente, sembra opportuno soffermarsi sull'utilizzo del termine "cripto-attività" (traduzione italiana di "*crypto-asset*") per identificare la categoria dei *token* che si vorrebbe disciplinare.

Come noto, non esiste ad oggi una classificazione comune di cripto-attività utilizzata da organismi internazionali di regolamentazione. Tuttavia, secondo la tassonomia invalsa a livello internazionale, la categoria dei "*crypto-assets*" viene normalmente intesa come costituita dalle seguenti principali sotto-categorie (non necessariamente alternative, considerato che molti di questi *asset* hanno natura ibrida o comunque mutevole nel tempo):

- (i) *payment tokens*, che tipicamente sono utilizzati come mezzo di pagamento, per scopi di investimento o per riserva di valore;
- (ii) *utility tokens*, che generalmente consentono l'accesso a specifici prodotti o servizi, spesso attraverso piattaforme DLT;
- (iii) *security tokens*, che normalmente conferiscono taluni diritti ai titolari, come ad esempio rendimenti assimilabili ai dividendi di società.

Introdurre una definizione nazionale di "cripto-attività" che non comprendesse tutte le suddette sotto-categorie (come si evince dall'attuale proposta di cui al Documento CONSOB) potrebbe comportare incertezze e fraintendimenti, in particolare per gli operatori esteri. Per tali motivi, sembrerebbe preferibile individuare un termine alternativo a "cripto-attività", al fine di evitare possibili equivoci e mantenere una maggiore coerenza con la tassonomia diffusa internazionalmente.

Ciò detto, passando all'analisi dei singoli tratti qualificanti delle cripto-attività che il Documento CONSOB ipotizza debbano essere presenti nei *token* oggetto dell'intervento regolatorio, un primo elemento riguarda l'impiego di tecnologie DLT.

Sul punto, ci limitiamo a condividere quanto già osservato da altri autori, nel senso che il riferimento alle tecnologie basate su registri distribuiti appare il presupposto essenziale per poter indicare la tipologia di *asset* che si vorrebbe disciplinare. Come segnalato da codesta stessa Autorità e da altri operatori del mercato, sarà anche necessario assicurare che la definizione sia adeguatamente coordinata rispetto alla nozione di "tecnologie basate su registri distribuiti", introdotta dall'art. 8-*ter* del D.L. 14 dicembre 2018, n. 135 (c.d. Decreto Semplificazioni) convertito in legge, con modificazioni, ai sensi della L. 11 febbraio 2019, n. 12.

M'

NC

Proseguendo nell'analisi dei tratti qualificanti delle cripto-attività per come ipotizzati nel Documento CONSOB, un secondo ordine di considerazioni riguarda la necessaria connessione con il finanziamento di progetti imprenditoriali.

Tale requisito – normalmente riscontrabile negli *utility tokens* – esclude invece dall'ambito dell'intervento regolatorio i *payment tokens*, i quali non sembrano (almeno tipicamente) funzionali al finanziamento di specifici progetti imprenditoriali.

Considerato che ad oggi non esiste un'interpretazione univoca circa la qualificazione giuridica dei *payment tokens* - peraltro difficilmente raggiungibile, tenuto conto della notevole varietà degli strumenti astrattamente inquadrabili in tale categoria - e che gli stessi ben potrebbero, a seconda delle caratteristiche in concreto assunte, configurarsi come "prodotti finanziari" ai sensi della normativa domestica, non si comprendono le ragioni per cui dovrebbero risultare esclusi in radice dalla definizione proposta dalla CONSOB e, conseguentemente, dal regime di favore e di certezza giuridica delineato per i *tokens* che invece vi rientrano.

In particolare, salvo che l'Autorità di Vigilanza intenda perseguire obiettivi di politica economica nella regolamentazione del fenomeno - ritenendo di approntare un *safe harbor* esclusivamente per i *tokens* creati nell'ambito di operazioni di raccolta da parte delle imprese, indirizzo comunque discutibile⁽¹⁾ - la radicale esclusione dei *payment tokens* dalla disciplina sembra, a nostro avviso, ingiustificata. Detti strumenti, infatti, oltre a rappresentare una significativa fetta del mercato, pongono analoghe esigenze di certezza giuridica e di tutela per i risparmiatori rispetto alle altre tipologie di *asset* oggetto dell'approccio regolatorio.

Quanto al requisito della negoziabilità, vi sono, a nostro avviso, due principali profili che meritano ulteriore approfondimento e attenzione da parte di codesta Autorità di Vigilanza.

In primo luogo, occorre considerare che gli *utility tokens* non presentano necessariamente il requisito della oggettiva negoziabilità, ben potendo presentarsi come mezzi di accesso a beni o servizi basati su tecnologie DLT non destinati ad essere scambiati su piattaforme di *exchange*. Anzi – secondo alcuni autori⁽²⁾ – gli *utility token* costituirebbero gettoni digitali (addirittura) "non negoziabili (pur essendo talvolta trasferibili)". L'argomento sembra sollevare opinioni divergenti anche alla luce del recente sondaggio svolto dall'ESMA⁽³⁾ in relazione alla qualificazione giuridica delle cripto-attività, nell'ambito del quale metà delle

¹ Sul punto del tutto condivisibili appaiono le considerazioni di P. Carrière, secondo cui "l'opzione di voler riservare il prefigurato "trattamento agevolato" solo a quelle ICO che appaiano meritevoli in base a valutazioni di politica industriale nazionale ... si risolverebbe in un riduttivo appiattimento del nuovo fenomeno sugli schemi "classici" del crowdfunding, in palese controtendenza rispetto alla intrinseca e specifica sua natura, massimamente ispirato ad una filosofia di globalizzazione, decentralizzazione e disintermediazione" (P. Carrière, *Possibili approcci regolatori al fenomeno dei crypto-asset; note a margine del documento di consultazione della Consob*, in *Diritto Bancario*, Maggio 2019).

² A. Caponera e C. Gola, *Aspetti economici e regolamentari delle "cripto-attività"*, in *Banca d'Italia, Quaderni di Economia e Finanza*, n. 484, marzo 2019.

³ ESMA Advice, *Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 9 January 2019.

M
NC

competenti autorità nazionali consultate hanno ritenuto che il *token utility-type* sottoposto al loro esame non presentasse il carattere della negoziabilità.

D'altra parte, come segnalato da alcuni autori ed esperti in materia, l'elemento della negoziabilità o della effettiva negoziazione degli *utility tokens* su piattaforme di scambio potrebbe comportare una loro più facile assimilazione alla categoria degli strumenti finanziari, con tutte le conseguenze che ne derivano in punto di disciplina applicabile.⁽⁴⁾

In ogni caso, in attesa della definizione di un quadro più chiaro ed uniforme a livello europeo, sembrano del tutto condivisibili le perplessità espresse da alcuni autori, secondo cui l'esclusione degli *utility tokens* non destinati alla negoziazione dalla definizione di cripto-attività oggetto dell'intervento regolatorio – e, quindi, dal regime di favore per esse approntato in ambito nazionale – appare una scelta ingiustificata, soprattutto in considerazione del fatto che, a prescindere dalla loro negoziazione, detti *token* potrebbero comunque integrare la nozione domestica di prodotto finanziario (che non attribuisce, come noto, rilevanza determinante a detto requisito).⁽⁵⁾

A nostro avviso, l'adozione di una regolamentazione che non considerasse tali fattispecie rischierebbe di rivelarsi insoddisfacente alla luce del numero di casi che verrebbero esclusi (la maggioranza, secondo alcuni esperti) e delle analoghe esigenze di certezza del diritto e di tutela per i risparmiatori che essi presentano.

2. Piattaforme per le offerte di cripto-attività

Secondo l'approccio regolatorio delineato nel Documento CONSOB, l'accesso al regime di favore previsto per le cripto-attività "catturate" dalla definizione sopra esaminata risulta condizionato, innanzitutto, alla circostanza che l'emittente/offerdente/proponente scelga di svolgere l'offerta in sede di emissione delle cripto-attività stesse attraverso una "piattaforma per le offerte di cripto-attività", la cui disciplina verrebbe introdotta dalla nuova normativa.

In via preliminare, preme sottolineare come, a nostro avviso, tale meccanismo di *opt-in* sembri del tutto condivisibile, in quanto contribuisce a raggiungere l'auspicato equilibrio tra l'esigenza di non ostacolare l'innovatività dell'industria finanziaria e la necessità di attrarre in un'area regolamentata taluni aspetti del fenomeno crypto-assets.

⁴ Al riguardo si veda, in particolare, A. Caponera e C. Gola, op. cit., secondo cui "Se [gli utility token], nel corso della loro vita, diventassero non solo portatori di un diritto, ma anche pienamente trasferibili e negoziabili su un mercato organizzato, a nostro avviso dovrebbero perdere la caratteristica di utility token e diventare security token". Secondo attenta dottrina, l'elemento della negoziazione dei *token*, laddove realizzato su sistemi di scambi centralizzati, dovrebbe comportare di per sé la loro qualificabilità in termini di derivati e quindi di strumenti finanziari (F. Annunziata, *Speak, If You Can: What Are You? An Alternative Approach to the Qualification of Token and Initial Coin Offerings*, in *Bocconi Legal Studies Research Paper No. 2636561*, Febbraio 2019).

⁵ P. Carrière, *Possibili approcci regolatori al fenomeno dei crypto-asset; note a margine del documento di consultazione della Consob*, op. cit.

W
N

Con particolare riferimento alla possibilità che la gestione delle piattaforme sia riservata ai soggetti già autorizzati alla gestione di portali per il crowdfunding, nonché ad ulteriori operatori, purché in possesso degli stessi requisiti, sulla base di una analisi preliminare del quadro normativo di riferimento non sembrano emergere particolari controindicazioni ovvero ostacoli che ne impediscano l'adattamento.

In tal senso, in linea con quanto già segnalato da altri autori, riteniamo che la disciplina di dettaglio dovrà tenere conto, naturalmente, delle peculiarità che circondano lo svolgimento delle ICO e, in particolare, della circostanza che l'intervento della piattaforma non potrà che essere circoscritto alla fase di gestione dell'offerta, consistente nella progettazione e nel lancio del sito internet collegato all'ICO.⁶⁾

In quest'ambito, come indicato da codesta Autorità, condividiamo la necessità di approntare adeguati presidi affinché le attività svolte dai gestori in connessione con il *crowdfunding* e con le cripto-attività siano tenute debitamente distinte.

3. Sistemi di scambi di cripto-attività

Ulteriore condizione di accesso al *safe harbor* previsto per le cripto-attività "catturate" dalla definizione di cui al Documento CONSOB è rappresentato dalla necessità che i *token* emessi nell'ambito dell'ICO promossa sulla piattaforma "regolamentata" siano successivamente negoziati in uno o più "sistemi di scambi per cripto-attività" registrati presso la CONSOB.

In base all'approccio ipotizzato, tale registrazione sarebbe rimessa alla libera scelta del gestore del sistema (meccanismo di *opt-in*) e comporterebbe l'acquisizione di una sorta di *certificato di affidabilità* per il sistema stesso.

Come anticipato nel precedente paragrafo sugli aspetti definitori, l'imposizione di tale ulteriore condizione di accesso al regime di favore – sebbene volta a garantire una maggiore liquidabilità per i risparmiatori che abbiano investito in cripto-attività in sede di ICO – non appare a nostro avviso condivisibile, tenuto conto delle considerazioni già sopra illustrate in merito al requisito della "negoziabilità" dei *token* alle quali si rinvia.

Fermo quanto sopra, riteniamo che la previsione di un apposito "label" per i sistemi registrati presso la CONSOB in regime *opt-in* sia comunque apprezzabile, qualora non rappresenti una condizione *necessaria* ma meramente *eventuale* per le cripto-attività in relazione alle quali sia effettivamente prevista la negoziazione all'interno di sistemi di scambio. In particolare, si potrebbe valutare di richiedere che lo scambio delle cripto-attività offerte nell'ambito delle piattaforme "regolamentate" – qualora effettivamente previsto dall'emittente/offidente/proponente – sia effettuato unicamente attraverso i sistemi accreditati presso l'Autorità di Vigilanza.

⁶ Per approfondimenti si rinvia a P. Carrière, *Possibili approcci regolatori al fenomeno dei crypto-asset; note a margine del documento di consultazione della Consob*, op. cit.

* * *

Nel rimanere a disposizione di codesta Autorità per qualsiasi chiarimento in merito alle osservazioni contenute nel presente documento, porgiamo

Cordiali saluti.

 

Avv. Paolo Lemma - Avv. Nadia Cuppini

Gianni, Origoni, Grippo, Cappelli & Partners