

Roma, 4 giugno 2019

Spett.

CONSOB

Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA

Oggetto: Contributo relativo al documento per la Discussione
“LE OFFERTE INIZIALI E GLI SCAMBI DI CRIPTO-ATTIVITA’”.

Il presente documento intende offrire il punto di vista personale dello scrivente relativamente al documento posto in consultazione da Consob. Contiene anche considerazioni personali formulate in qualità di studioso della materia, non necessariamente condivise con strutture associative che comunque partecipano autonomamente alla consultazione.

Dal momento che la parte tassonomica riveste importanza fondamentale per i lavori di analisi e costruzione regolamentare, tanto più in un settore innovativo e complesso come quello delle cripto-attività, si ritiene utile sottoporre alla Commissione l'inquadramento tassonomico proposto dalla London School of Economics, che suddivide le cripto-attività come segue:

- Crypto-commodities: sono le infrastrutture basate su DLT, le reti sulle quali può essere costruito un prodotto o una sotto-rete (è frequente nel caso di ethereum, dove l'algoritmo viene utilizzato per costruire delle reti autonome; ad esempio in Delaware è possibile tokenizzare le quote di società utilizzando come base l'algoritmo ERC-20 e quindi la tecnologia ethereum).
- Crypto-currencies: sono le criptovalute che, pur non avendo corso legale né corso forzoso, sono assimilabili per alcuni profili alle valute e

soggette a discipline parzialmente comuni (ad es. in materia di IVA e antiriciclaggio), ma intimamente diverse: si consideri che esse:

- Non rientrano nella logica della PSD2, incentrata sul gestore di servizi di pagamento, che è una figura centralizzata, laddove il sistema DLT è endemicamente decentralizzato;
 - Non possono costituire riserva di valore, a causa delle notevoli fluttuazioni;
 - Non vengono comunemente utilizzate come unità di conto o strumento di rateizzazione per gli stessi motivi.
- Crypto-tokens: sono delle rappresentazioni digitali di valore emesse su una blockchain che, a seconda della funzione, si suddividono in:
- Utility tokens
 - Asset token
 - Payment tokens

Questa tripartizione è stata utilizzata anche dalla FINMA in Svizzera per disciplinare la materia.

Il Documento per la Discussione è evidentemente diretto a quest'ultima categoria (crypto-tokens); tuttavia in numerosi commenti apparsi negli ultimi giorni si discute di strumenti di pagamento, generandosi confusione con le criptovalute che, invece, sono evidentemente fuori dall'ambito considerato.

E' ben vero che alcuni token possono svolgere una funzione di pagamento, ma ciò avviene nei limiti di un sistema di scambi chiuso, nel quale detta funzione può essere espletata insieme ad altre.

In proposito, sarebbe dunque utile chiarire espressamente l'estraneità delle criptovalute dall'ambito in discussione.

Ancora in via preliminare, si ritiene di sottoporre all'Autorità alcune considerazioni sul fenomeno analizzato:

- 1) Come risulta da una delle poche ricerche autorevoli in materia (Benedetti, H., Kostovetsky, L., *"Digital Tulips? Returns to investors in Initial Coin Offering"*, May 20th, 2018), nei 18 mesi fino al 30 aprile 2018 sono state mappate 4003 ICO per una raccolta complessiva di circa 12 miliardi di dollari.
- 2) Il 19 ottobre 2018, il Securities and Markets Stakeholder Group ha sottoposto all'ESMA un report (*Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, ESMA22-106-1338) dal quale risulta che il 78% delle ICO analizzate erano fraudolente, il 7% fallite o

comunque rapidamente bloccate e solo il 15% avevano dato luogo ad una circolazione di token su un mercato secondario.

- 3) Il dato del report del SMSG è allineato col menzionato report del Boston College, che nel semestre precedente indica una percentuale di sopravvivenza dei token collocati in misura dell'11%.
- 4) Lo scenario delle ICO del quale si è a lungo discusso in diversi contesti è in larga parte superato dai fatti: in concomitanza con il crollo del valore del Bitcoin, il fenomeno si è sostanzialmente arrestato:
 - a. la raccolta si è molto ridimensionata;
 - b. Le ICO si svolgono ora prevalentemente su base privata (in modalità O.T.C.);
 - c. l'accesso agli exchange è diventato estremamente costoso (si parla di cifre tra 1 e 2 milioni di dollari per l'ammissione alla negoziazione su un exchange ben frequentato);
 - d. i token corrispondenti a progetti ancora attivi continuano a diminuire (il sito Dead Coins aiuta a navigare tra i progetti falliti).
- 5) Il fenomeno delle ICO ha comunque introdotto delle soluzioni, basate su DLT, utilizzabili o mutuabili per rispondere a bisogni concreti nel settore finanziario, meritevoli di tutela.

In questo contesto, la parte tassonomica della consultazione riveste un carattere essenziale, risultando ancora piuttosto difficile contestualizzare il fenomeno e categorizzarlo in modo congruo e proporzionato alle esigenze regolatorie.

Invece, la sezione relativa al mercato secondario rischia di essere in eccessivo anticipo rispetto alle esigenze regolatorie, considerando le effettive dimensioni della domanda.

Nel settore dell'equity crowdfunding è stato costruito il mercato primario nel 2013 e ad oggi ancora non sono disponibili soluzioni concrete per il mercato secondario, nonostante diverse proposte avanzate dagli operatori.

Affrontare con troppo anticipo le problematiche del secondario delle cripto-attività potrebbe avere un effetto di controproducente paralisi del sistema, a meno che non si vogliano attuare politiche industriali di attrazione come recentemente avvenuto a Malta.

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?

Si ritiene corretto definire le cripto-attività come registrazioni digitali rappresentative di diritti connessi a investimenti, che possono essere create, conservate e trasferite mediante tecnologie basate su registri distribuiti. Rispetto alla definizione indicata nel riquadro 1 del Documento per la Discussione, si rappresentano le seguenti criticità:

- a) I diritti connessi ad investimenti potrebbero non essere limitati a progetti imprenditoriali: si pensi ad esempio all'investimento in opere d'arte o all'investimento in iniziative del c.d. terzo settore, talora carente del profilo dell'imprenditorialità. In proposito è apprezzabile l'intenzione di evitare di regolamentare attività meramente speculative, ma sul punto si tornerà sub Q2.
- b) Sembra riduttivo e comunque controproducente ricomprendere nella categoria solo le cripto-attività *“destinate a essere negoziate all'interno di uno o più sistemi di scambi”*: la definizione introduce la valutazione di un elemento teleologico, di difficile dimostrazione. Tra le finalità evidenziate dalla Consob vi è proprio l'opportunità di evitare un'analisi case by case, il che presuppone che il prodotto dovrebbe essere valutabile solo sulla base di elementi oggettivi e non su elementi soggettivi quali la destinazione alla negoziazione, che potrebbero creare differenze tra due prodotti della stessa specie. Peraltro, alcune cripto-attività potrebbero essere acquisite senza il proposito di negoziarle, magari, perché producono una buona marginalità.
- c) Né si può fare riferimento al fatto che le cripto-attività *“sono negoziate all'interno di uno o più sistemi di scambi”*, poiché altrimenti la loro natura resterebbe irrilevante in sede di emissione, mentre l'appartenenza alla categoria emergerebbe soltanto in sede di successiva circolazione. Inoltre, come evidenziato in premessa, le cripto-attività che arrivano su un sistema di scambi stanno diventando sempre meno.
- d) Si potrebbe piuttosto fare riferimento alla suscettibilità di successiva circolazione, facendo riferimento alle specifiche tecnologie blockchain.
- e) A seconda del tipo di mercato secondario che si decide di introdurre, si rischia una *“trasformazione”* delle cripto-attività in strumenti finanziari, fino addirittura alla possibile inclusione in ambito MiFID.

Inoltre, come anticipato in premessa, sarebbe opportuno escludere espressamente, dalle cripto-attività regolamentate, le cripto-valute e i token di pagamento, che forse sono i gli unici veri utility token, consentendo di pagare dei servizi all'interno di un sistema chiuso (ad es. consentono di effettuare pagamenti all'interno di un gioco, di acquistare *feature* o di accedere a livelli a pagamento).

Dal punto di vista della tecnologia utilizzata, la definizione di “tecnologie basate su registri distribuiti” introdotta dal legislatore con l’art. 8-ter della L. n. 12 dell’11 febbraio 2019, espressamente ripresa nella prospettata definizione di cripto-attività, è stata criticata sotto i seguenti profili:

- definisce tautologicamente le “tecnologie basate su registri distribuiti” come “tecnologie [...] che usano un registro [...] distribuito [...]”;
- prevede contraddittoriamente sia la possibilità di un “aggiornamento” dei dati iscritti nel registro, sia la loro “non alterabilità e non modificabilità”;
- non fornisce elementi concreti sulla base dei quali interpretare gli elementi dell’“architettura decentralizzata su basi crittografiche”;
- prevede, in via assoluta, la “non alterabilità e non modificabilità” dei dati, quando di fatto è astrattamente possibile che un 51% effettui alterazioni e modificazioni;
- non valorizza adeguatamente gli elementi del meccanismo di consenso per l’iscrizione dei dati su tali registri.

Ciononostante, l’introduzione regolamentare di una diversa definizione di “tecnologie basate su registri distribuiti”, darebbe luogo a pericolosi difetti di coordinamento non la normativa primaria; si segnala in proposito la necessità di vigilare sui futuri interventi del legislatore per mantenere un coordinamento della terminologia tecnica utilizzata.

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?

Come anticipato anche nella risposta sul Q1:

- a) Finalizzazione al finanziamento di progetti imprenditoriali.
Esistono aree dove la categoria risulterebbe utile, ma che tuttavia non presentano la caratteristica dell’imprenditorialità; ad esempio il mercato dell’arte o il mercato dei preziosi hanno spesso ad oggetto asset che per come vengono presentati sono dei prodotti finanziari, meritevoli di rientrare nella categoria delle cripto-attività.
Ancora, esistono numerose aree dove lo strumento si presterebbe per condividere lo sforzo di finanziare una iniziativa meritevole di tutela, che tuttavia non ha natura imprenditoriale: si pensi, ad esempio, ad un’azione legale collettiva.

Ulteriormente, il vastissimo mercato dei prestiti peer to peer potrebbe trarre significativi vantaggi dall'adozione di DLT e smart contract.

La cautela espressa dall'Autorità nei confronti di attività meramente speculative, sulle quali si è tradizionalmente preferito non intervenire, è pregevole, ma in questo caso avrebbe l'effetto contrario: non regolando il comparto, non lo si lascia libero rispetto ai settori regolamentati ma gli si impedisce di svilupparsi.

Peraltro, sebbene si ritiene che i progetti non debbano essere necessariamente imprenditoriali, occorre evidenziare che essi non dovrebbero essere proposti da individui: la necessità di responsabilizzazione e organizzazione di un progetto che raccoglie valori dal pubblico suggeriscono che comunque il progetto sia imputabile ad una struttura di tipo societario, con un sistema di governance, una struttura obiettiva e eventualmente degli organi di controllo. Ciò consentirebbe di dare un interlocutore ad autorità di vigilanza, autorità fiscali, enti coinvolti a vario titolo, laddove per una persona fisica sarebbe forse più facile dileguarsi.

b) Impiego di tecnologia basata su registri distribuiti.

E' certamente una caratteristica essenziale della categoria delle cripto-attività, che giustifica l'iniziativa.

c) Scopo ultimo della circolazione delle cripto-attività in appositi sistemi di scambi.

Più che di scopo ultimo, che comporta una valutazione soggettiva, occorrerebbe fare riferimento alla idoneità alla circolazione mediante le tecnologie blockchain. Ciò rende irrilevante la valutazione soggettiva del possessore, che peraltro potrebbe variare nel tempo, valorizzando l'intima natura del cripto-asset.

In aggiunta si nota che ove la circolazione entrasse a far parte a livello teleologico dell'intima natura del prodotto, si dovrebbe aprire una analisi anche circa la sua compatibilità con la disciplina dei prodotti illiquidi.

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 configurazione di una categoria ad hoc (quella delle cripto-attività) distinta dai prodotti finanziari, consente effettivamente di contenere l'onere

di condurre un'analisi case by case, come prospettato dalla Consob nel documento di consultazione.

Tuttavia, il problema dell'analisi del token permane rispetto alle varie tipologie di token.

L'esclusione degli utility token (o meglio dei pure commodity token) dall'ambito regolamentato risulta piuttosto chiara, soprattutto con le modificazioni suggerite sub Q1 e Q2.

Però, occorre manifestare un certo scetticismo circa la concreta configurabilità di una categoria di utility token non qualificabili come prodotti finanziari, peraltro autorevolmente condiviso dal Presidente della SEC, Jay Clayton:

"A token, a digital asset, where I give you money and you go off and start some venture...and in return for giving you my money, you say, You know what? I'm going to give you a return, or you can get a return in a secondary market by selling your token to somebody. That is a security and we regulate that. We regulate the selling of that security and we regulate the trading of that security. That's our job, and we've been doing it for a long time" (...)

"If you have an ICO or a stock and you want to sell it in a private placement, follow the private placement rules. There's no secondary trading...If you want to do an IPO with a token, come see us, file financial statements, file disclosure, take the responsibility our laws require and we're happy to help you do a public offering."

Fino ad oggi si tratta di una definizione ampiamente abusata dalle stesse autorità nazionali che ne hanno autorizzato il collocamento, chiaro essendo che i token venivano acquistati soltanto per ragioni speculative, non già per utilizzarne le intrinseche caratteristiche.

Al di là dei token utilizzati per i giochi online, invero, è piuttosto difficile individuare un caso di token che non coinvolga uno scopo di investimento finanziario.

Vista anche la novità del fenomeno e la profonda evoluzione che sta vivendo il settore, non sembra possibile generalizzare a priori e costruire una categoria sulla carta.

Sembra piuttosto inevitabile procedere, all'interno della categoria delle cripto-attività, ad un'analisi case by case che in alcuni casi potrebbe portare all'esclusione del regime regolamentato; trattandosi, in linea di principio, di casi numericamente meno frequenti, sarebbe ragionevole prevedere l'analisi case by case finalizzata all'esenzione dal regime regolamentare.

L'analisi potrebbe essere facilitata e resa più obiettiva mediante la creazione di una griglia di comparazione, sulla base della quale effettuare una preliminare autovalutazione e poi discutere con l'Autorità la natura del token proposto.

Un'alternativa potrebbe essere quella di delegare l'analisi alle associazioni di categoria o di individuare criteri di efficiente responsabilizzazione delle società offerenti.

Per quanto riguarda gli strumenti finanziari ed i valori mobiliari codificati dalla disciplina EU, sarebbe comunque opportuna una norma di chiusura che rinvii a quelle norme, per risolvere l'eventuale conflitto interpretativo o la sovrapposizione.

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 esenzione (riferite alle emissioni sotto soglia) oppure maggiori presidi (per le emissioni sopra soglia)?

Le soglie di valore sono stabilite per perseguire finalità che non vengono soddisfatte da altre caratteristiche endemiche dei cripto-asset; quindi non vi sono ragioni concrete per superare dette norme.

Peraltro, i dati della menzionata ricerca del Boston College (Benedetti, H., Kostovetsky, L., *"Digital Tulips? Returns to investors in Initial Coin Offering"*, May 20th, 2018) su tutte le 4003 ICO pubblicate tra il gennaio 2017 e aprile 2018, per un valore di 12 miliardi di dollari, dimostrano che il valore medio delle ICO è stato di 11,5 milioni di dollari, mentre il valore mediano di 3,8 milioni di dollari; si tratta di valori del tutto compatibili con la soglia del prospetto, tanto più considerando il crollo verticale delle ICO cui si è assistito dall'estate 2018.

Gli exploit effettuati da alcune ICO sono casi isolati, probabilmente non destinati a ripetersi, osservando il trend degli ultimi mesi.

Q5: Si condivide la proposta di ampliare la gamma delle attività che possono essere effettuate dai gestori dei portali di crowdfunding a comprendere anche 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.

I gestori dei portali sono intermediari vigilati che svolgono un'attività molto simile a quella delle ICO, avendo a che fare con raccolta di denaro online per il finanziamento di progetti prevalentemente nuovi, dovendosi misurare con tecnologie e linguaggi che tendenzialmente sono estranei agli intermediari tradizionali.

Gli anni di attività hanno consentito una maturazione dei processi ed una sensibilizzazione dei gestori nei confronti delle tematiche regolatorie, introdotte dall'Autorità a protezione del mercato e degli investitori. Si tratta di una specifica cultura che non si improvvisa e che richiede sia un certo effort che un tempo di sedimentazione.

I gestori dei portali hanno un sistema di organizzazione validato dall'Autorità e assumono policy di gestione di una serie di temi piuttosto rilevanti per la protezione dell'interesse dei consumatori, dal conflitto di interessi al whistleblowing.

Peraltro, auspicando una maturazione del settore nella direzione già tracciata da altre soluzioni di finanza alternativa che si sono dimostrate meritevoli di tutela, è possibile immaginare che le ICO siano utilizzate per forme di investment crowdfunding quali il lending o il royalty-based, nei quali la componente di investimento e la qualificazione come prodotto finanziario sono innegabili e per i quali i vantaggi della DLT sarebbero indiscutibili.

Vista anche la recente estensione, a livello di norma primaria e con tutte le limitazioni del caso, delle attività dei portali di equity crowdfunding al debito, sarebbe sensato che anche il settore delle ICO venisse affidato agli stessi operatori e disciplinato nel medesimo contesto.

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)?

L'esperienza maturata dai gestori di portali nel settore dell'equity crowdfunding è un asset non banale: i gestori si sono misurati con un procedimento autorizzativo, hanno avviato un percorso ed acquisito una consapevolezza professionale che potrebbe risultare particolarmente utile nello svolgimento dell'attività.

Invece, gli operatori del mondo ICO, presumibilmente interessati a gestire piattaforme, hanno generalmente estrazioni culturali e professionali lontane dagli ambienti regolamentati, che potrebbero complicare l'organizzazione aziendale e l'approccio alla compliance.

Si rileva inoltre che i risultati della recente analisi retrospettiva dell'ESMA sulle ICO dimostra che esse sono state trattate con grande leggerezza.

Diverso è l'eventuale approccio al mercato secondario, sul quale l'esperienza tecnica delle piattaforme che hanno gestito infrastrutture di scambio è sicuramente pregevole e solitamente corrisponde anche ad un investimento in tecnologia molto rilevante.

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?

L'approccio proposto sembra appropriato per rispondere alle esigenze 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 scambio dedicato soggetto a regolamentazione e vigilanza?

Ove le cripto-attività siano state emesse tramite una piattaforma vigilata, il meccanismo di incentivazione deve essere tale da agevolare anche l'accesso al sistema di scambi. Peraltro, se l'emissione ha comportato la verifica di una serie di profili, è ragionevole ritenere che detta validazione sia stata effettuata.

Tuttavia, le cripto-attività che siano già state emesse prima dell'introduzione di un sistema regolamentare nazionale o che siano state emesse all'estero non possono essere pregiudicate.

Pertanto l'accesso al sistema di scambi non può essere limitato alle sole cripto-attività emesse tramite una piattaforma vigilata.

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

I soggetti che emettono cripto-attività dovrebbero presentare una organizzazione ed una struttura analoga a quella delle società.

Queste ultime hanno un sistema di responsabilità che sopravvive alle persone fisiche e consente loro di essere un interlocutore di autorità ed enti (dalla vigilanza al fisco), laddove invece per le persone fisiche sarebbe più facile dileguarsi.

In sede definitoria si è rilevato che la natura delle cripto-attività potrebbe anche non essere imprenditoriale (ad es. si ricorda, con riferimento agli operatori del c.d. terzo settore); pertanto detta osservazione potrebbe indurre ad ammettere tra gli emittenti le associazioni dotate di requisiti minimi di organizzazione.

Si comprende tuttavia che la vigilanza e la protezione degli investitori sarebbero messe a dura prova dal confronto con il sistema di responsabilità degli enti non commerciali, e quindi si propone che in ogni caso l'emittente debba costituire uno Special Purpose Vehicle in forma societaria, cui riferire requisiti minimi di organizzazione, struttura patrimoniale, sistema di responsabilità e sistema di trasparenza.

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?

Al momento la risposta è affermativa.

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?

Al momento la risposta è affermativa.

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?

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?

Il meccanismo di opt-in è molto valido e potrebbe portare anche dei vantaggi pratici. Ad esempio, se viene stabilito l'obbligo di copertura assicurativa per la gestione di una piattaforma che propone cripto-attività, il meccanismo di opt-in consente di dichiarare preventivamente i settori di operatività e quindi di ottenere riduzioni dei costi assicurativi ove non si intenda svolgere quell'attività.

Tuttavia, anche in vista dell'allargamento dei servizi dei portali al debito, sarebbe utile prevedere un meccanismo di opt-in per i tre settori (equity, debito, cripto-attività) in modo da segmentare l'impegno del gestore con riferimento all'attività concretamente svolta.

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?

Un regime transitorio potrebbe risultare opportuno nei seguenti casi:

- ove fosse utilizzato, similmente ad una sand-box per trarre ulteriori elementi dal mercato per procedere ad una regolamentazione efficiente, concreta e legata alle esigenze operative del mercato;
- ove consentisse di evitare traumatiche discontinuità tra periodo pre-regolamentazione e post-regolamentazione, ammettendo la continuazione di negoziazioni già in essere, onde dare modo agli operatori di adeguarsi alla nuova disciplina.

* * *

Un tema che non emerge dagli specifici quesiti e che invece richiede un chiarimento è quello dell'eventuale trattamento di token consistenti in o rappresentativi di quote di società a responsabilità limitata.

La definizione di "security token" utilizzata in molti Paesi, in Italia presenta infatti delle criticità tassonomiche. La necessità di chiarimento nasce dal complesso normativo che presiede alla distinzione tra prodotti e strumenti finanziari. Si ricorda che:

- a) sono prodotti finanziari gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria (art.1.1.u TUF)
- b) sono strumenti finanziari quelli indicati dall'Allegato 1, Sezione C del TUF, tra i quali sono indicati i "valori mobiliari" (art.1.2 TUF);

- c) sono “valori mobiliari” le categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio:
- a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e ricevute di deposito azionario;
 - b) obbligazioni e altri titoli di debito, comprese le ricevute di deposito relative a tali titoli;
 - c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle lettere a) e b) o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure (art. 1.1-bis TUF).

Sulla base di tali definizioni, le quote di società a responsabilità limitata non rientrerebbero nella definizione di strumenti finanziari e quindi per esse non varrebbero le disposizioni europee di armonizzazione MiFID; sarebbero tuttavia configurabili come prodotti finanziari ed in quanto tali, astrattamente suscettibili di tokenizzazione.

La tokenizzazione di quote sociali (anche quando fosse effettuata in forma di mero supporto all’esercizio dei diritti sociali, senza cambiare la legge di circolazione, e quindi senza mutare la natura giuridica della quota) presenterebbe indubbi vantaggi, ad esempio in termini di:

- facilitazione dell’esercizio del diritto di voto;
- raccolta di indicazioni da parte dei soci, anche se non votanti;
- esercizio di diritti di accesso ed informativa;
- incasso di dividendi;
- supporto probatorio circa la titolarità della quota.

Dunque, in tali casi, occorrerebbe chiarire se ad una raccolta di capitale sociale per una società a responsabilità limitata si applica la disciplina dell’equity crowdfunding o la eventuale futura disciplina delle cripto-attività.

L’esistenza di un norme primarie speciali nel TUF farebbe propendere per la prima soluzione, tuttavia permarrrebbero dei dubbi ove la disciplina delle cripto-attività fosse configurabile in termini di eccezionalità.

Cordiali saluti

Avv. Alessandro M. Lerro

