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

Roma, 5 giugno 2019

Oggetto: **Documento per la Discussione del 19 marzo 2019 "*Le offerte iniziali e gli scambi di criptoattività*" – Risposta alla consultazione**

Legália intende preliminarmente ringraziare Codesta Spettabile Commissione per l'opportunità offerta di esprimere osservazioni e proposte in ordine alla predisposizione di un quadro regolamentare riguardante le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività.

Riteniamo, infatti, questa consultazione una preziosa opportunità di confronto sui futuri sviluppi normativi che interesseranno un fenomeno in rapida diffusione tra il pubblico degli investitori, quale quello dell'acquisto delle cripto-attività.

In particolare, si ritiene meritevole l'impostazione adottata da Codesta Spettabile Autorità di mantenere un approccio regolamentare sufficientemente fluido per adattarsi ai futuri sviluppi di un fenomeno in costante evoluzione.

Di seguito sottoponiamo alla Vostra attenzione le nostre osservazioni in merito ad alcuni dei quesiti posti.

Si autorizzano sin d'ora la pubblicazione e la divulgazione del presente contributo.

Premessa

Prima di analizzare le singole domande poste nel Documento, si premette una considerazione di carattere generale sull'approccio regolamentare proposto. Sebbene la proposta rappresenti una pregevole iniziativa, tuttavia si suggerisce un preventivo coordinamento a livello europeo con riferimento all'emanazione della normativa di settore.

Anche tenendo conto dell'affermazione contenuta nel primo riquadro in cui si afferma "*trattasi di un esercizio definitorio che viene condotto al di fuori del perimetro degli strumenti*

finanziari e dei prodotti di investimento (PRIIP, PRIP e IBIP), disegnato dal legislatore UE" e dell'indirizzo fornito dall'ESMA nell'Advice "*Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*" in cui si suggerisce un intervento regolamentare autonomo delle Autorità competenti dei singoli Stati membri, preme qui sottolineare i possibili esiti negativi che un approccio regolatorio differenziato tra i diversi Stati membri dell'UE potrebbe portare sulla tutela degli investitori e sulla stabilità stessa del mercato in considerazione della natura inevitabilmente transfrontaliera propria delle cripto-attività e del loro primario luogo di scambio: internet.

Una regolamentazione non uniforme all'interno dell'UE vanificherebbe con molta probabilità l'utilità di qualsiasi sforzo regolamentare dando adito a facili arbitraggi tra paesi in cui il fenomeno è regolato e altri in cui è regolato in maniera meno stringente o addirittura del tutto non regolato, con conseguente pregiudizio per gli investitori.

Alla luce di tale riflessione, per quanto sia apprezzabile l'intervento normativo qui proposto, è auspicabile che la Consob tenti di coordinarsi, per quanto possibile, con le Autorità degli altri Stati membri che hanno già emesso o intendono emettere una normativa regolamentare del settore, preferibilmente sotto il coordinamento delle Autorità europee di settore.

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?*

Risposta: Gli elementi definitori proposti appaiono cogliere, nel complesso, le principali caratteristiche del fenomeno cripto-attività. Ciò nonostante, si ravvisa l'opportunità di operare una ulteriore e più puntuale distinzione tra prodotti/strumenti finanziari e cryptoasset, non essendo dato cogliere con immediatezza, basandosi sui soli tratti individuati come distintivi e tipizzanti delle diverse categorie di cripto-attività elencate, una chiara ed effettiva linea di demarcazione tra le stesse. Malgrado la regolamentazione proposta miri a limitare lo sviluppo di un'analisi caso per caso per determinare la normativa applicabile, non sembra sia sufficiente ad escluderla all'atto pratico.

Attualmente l'unico indirizzo fermo fornito agli emittenti e agli investitori per dedurre la natura del prodotto che immettono nel mercato deriva dalla riqualificazione, al ricorrere di alcuni elementi chiave, operata dalla stessa Autorità, con varie delibere emesse a partire da ottobre 2018, sulle cripto-attività indirizzate agli investitori italiani, come strumenti finanziari e, conseguentemente, le relative ICO come un'offerta al pubblico di strumenti finanziari.

Tuttavia, è di tutta evidenza che una qualificazione effettuata *ex post,* caso per caso risulti poco garantista per gli emittenti e di conseguenza disincentivante per lo sviluppo economico del settore.

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?*

Risposta: Appare opportuna e condivisibile la centralità attribuita agli elementi caratterizzanti sopra elencati, peraltro pregevolmente allineati con quanto previsto dal legislatore nazionale in occasione dell'adozione del decreto-legge 14 dicembre 2018 n.135 in merito alla nozione di "tecnologie basate su registri distribuiti".

Tuttavia, atteso che:

- l'elemento dell'investimento sia comune a prodotti /strumenti finanziari,
- l'ingegnerizzazione dei token, tramite DLT, in alcuni casi non si riveli di per sé elemento sufficiente a contraddistinguere la cripto-attività rispetto alle ultime due categorie,

potrebbe parimenti risultare utile evidenziare ulteriori tratti distintivi e dirimenti al fine di procedere alla qualificazione delle cripto-attività nel caso concreto e, segnatamente, fornire un'adeguata rappresentazione delle stesse anche in relazione a zone grigie, tale da consentirne una chiara e indubbia riconduzione o meno all'insieme degli strumenti finanziari. Al riguardo, va considerato che, come evidenziato nel Documento, gli elementi usati finora dalla Consob per qualificare una cripto-attività come uno strumento finanziario (impiego di capitale, aspettativa di rendimento di natura finanziaria, assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all'impiego di capitale) possono ricorrere sia nei casi di cripto-attività di nuova categorizzazione, sottoponibili alla futura normativa di settore, che di cripto-attività assimilabili a strumenti finanziari ai sensi del TUF, soggetti alla normativa europea e nazionale di settore.

Uno spunto interessante considerando la natura non riservata dell'attività di emissione dei token e dunque la minore familiarità dei soggetti che si approcciano a questo business, potrebbe essere quello di introdurre un test semplificato per verificare ex-ante se l'emittendo token possa qualificarsi alla stregua di moneta elettronica, di strumento finanziario soggetto al regime MIFID, di mero *utility o commodity token* o di attività finanziaria virtuale soggetta alla nuova disciplina. In tal senso si pone l'impostazione dell'Autorità maltese citata nel Documento, che richiede appunto agli operatori di effettuare un test per verificare la categoria di appartenenza del token che si intende emettere.

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)?*

Risposta: Sebbene in linea di principio, il riferimento all'elemento di investimento consente di tenere distinti pure commodity-token senza una componente di investimento da strumenti finanziari, la estrema duttilità dello strumento token e la capacità di innovazione

degli operatori di mercato, rende rischioso limitarsi ad un principio generale. Si rinvia pertanto a quanto osservato sopra alla Domanda 2 in tema di ulteriore caratterizzazione delle fattispecie applicative o meno.

Tale esercizio si rivela cruciale poi se si considera come la carenza, per le tipologie di token "non regolate", dei requisiti caratterizzanti le attività finanziarie escluda *ab origine* la competenza regolamentare della Consob, comportando inevitabilmente una preoccupante mancanza di regolamentazione, anche futura, per token anche molto diffusi sul mercato.

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)?*

Risposta: Si ritiene opportuno prevedere un regime di esenzione per emissioni di portata molto contenuta, fissando soglie di esenzione anche inferiori a quelle attualmente previste all'art. 34-ter del Regolamento Emittenti, in considerazione della naturale accessibilità dei token a soggetti poco esperti.

PIATTAFORME PER LE OFFERTE DI CRIPTO-ATTIVITA'

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*

Risposta: L'ampliamento delle attività che possono essere effettuate dai gestori di portali di Crowdfunding - volto a comprendere la promozione di offerte di cripto-attività di nuova emissione - appare condivisibile.

Appurato che la normativa di futura emissione non è volta a regolare le offerte di criptoattività qualificabili come offerte al pubblico di strumenti finanziari, bensì principalmente le cripto-attività finalizzate, così come evidenziato dallo stesso Documento, al finanziamento di progetti imprenditoriali, l'offerta di tali strumenti tramite i portali di Crowdfunding appare funzionale a sfruttare una sinergia di mercato volta a captare l'interesse di investitori intenzionati a finanziare nuovi progetti imprenditoriali e già avvezzi all'utilizzo di tale sistema. Inoltre, trattandosi di portali già regolati e tenuti al rispetto di una serie di obblighi, potrebbe/dovrebbe risultare più facile che gli stessi possano assicurare nell'immediato un'organizzazione più consona al soddisfacimento degli obblighi che verranno disciplinati nella nuova normativa destinata alla cripto-attività.

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 criptoattività (ovvero che non abbiano già avviato un'operatività quali gestori di portali per le offerte di crowdfunding autorizzati dalla Consob)?*

Risposta: Si ritiene condivisibile l'estensione della gestione di piattaforme di cripto-attività anche ad operatori "originari" del settore diversi dai soggetti che abbiano precedentemente avviato un'operatività quali gestori di portali per il crowdfunding autorizzati dalla Consob. Tale impostazione, laddove opportunamente confermata, dovrebbe auspicabilmente favorire lo sviluppo di modelli di business alternativi nel contesto di un regime di sandbox e la valorizzazione e condivisione di un necessario know-how al fine della gestione ed al consolidamento dei nuovi sistemi di scambio.

Q7: *L'approccio delineato per lo svolgimento delle offerte in sede di nuova emissione di criptoattività 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?*

Risposta: Si condivide l'approccio delineato nel Documento. Si ritiene infatti che tale approccio, valorizzando il requisito di una adeguata (e, muovendo un ulteriore passo in avanti, standardizzata) informazione, si pone in linea di continuità rispetto ai presidi disposti a tutela degli investitori nei mercati tradizionali.

Parimenti, si condivide la scelta di un regime di *opt-in*, previsione peraltro bilanciata dalla chiara riconoscibilità delle offerte quali aderenti o meno al circuito regolamentato. Siffatto regime, mediando tra l'estremo dinamismo e duttilità del fenomeno in esame e l'esigenza di un quadro sufficientemente regolamentato entro cui indirizzare le operazioni di emissione e di scambio delle cripto-attività, dovrebbe risultare maggiormente rispondente alle esigenze di tutela degli investitori.

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?*

Risposta: La scelta di fissare un collegamento fra offerta di cripto-attività di nuova emissione mediante piattaforme vigilate ed il loro successivo accesso ad un mercato secondario vigilato, oltre che costituire un incentivo all'adesione al regime regolamentare in questione (opt-in), appare condivisibile nell'ottica di maggiori cautele per l'investitore e in un certo senso allineato alla disciplina della quotazione degli strumenti finanziari.

In generale si è osservato come i circuiti di cripto-attività si prestino ad assumere, *inter alia*, significativi elementi di similitudine con i "trading venue" ex MiFID: ci si chiede, partendo da tale assunto, se possano ulteriormente richiamarsi i principi e la *ratio* posti alla base di

ulteriori istituti, quale ad esempio il *direct listing* (ammissione a quotazione senza preventiva offerta di sottoscrizione e vendita). Chiaramente, una simile ipotesi dovrebbe essere vagliata in termini di opportunità (e prima ancora forse la fattibilità in termini di sistema) dell'accesso diretto ad un sistema di scambi "regolamentato".

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

Risposta: Sull'assunto che la previsione di requisiti minimi per i soggetti emittenti criptoattività risponda alle note esigenze di tutela dell'investitore, si suggeriscono i seguenti requisiti:

- la previsione di requisiti patrimoniali od idonee garanzie in capo al soggetto emittente;
- la previsione di requisiti di professionalità/esperienza in capo all'emittente;
- la fissazione di un meccanismo di validazione da parte di soggetti terzi, rispondenti ad idonei requisiti di professionalità ed indipendenza, del progetto imprenditoriale per il finanziamento del quale si intende ricorrere alla raccolta fondi presso il pubblico;
- la creazione di un fondo di garanzia al fine di assicurare agli investitori la concreta possibilità di ottenere una forma di ristoro a fronte di quantomeno parte dei rischi a cui tale nuova attività espone.

SISTEMI DI SCAMBIO DI CRIPTO-ATTIVITA'

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?*

Risposta: L'attuale formulazione contenuta nel Riquadro 5 si presenta come elencazione di principi che non rendono possibile evincere elementi sufficientemente dettagliati per valutare in concreto l'adeguatezza a neutralizzare i rischi connaturati alla negoziazione in sistemi di scambio di cripto-attività.

Come tale, sebbene l'attuale formulazione possa fornire indicazioni di principio e direttive per una regolamentazione delle piattaforme di scambio, si ritiene opportuno una ulteriore declinazione di dettaglio mediante disposizioni puntuali e concrete.

Si pone inoltre una questione maggiormente sostanziale, laddove si consideri che alcuni dei requisiti menzionati nel Documento potrebbe rivelarsi estremamente ardui da attuare in concreto, richiedendosi a tal fine delle competenze che, allo stato embrionale in cui il fenomeno si trova, risultano difficilmente raggiungibili non solo da un punto di vista meramente giuridico, ma anche e soprattutto dalla peculiarità della tecnologia utilizzata per l'emissione e circolazione delle varie cripto-attività.

A titolo meramente esemplificativo, allo stato attuale e soprattutto in fase di start-up, gli operatori potrebbero: a) difettare di meccanismi di governance adeguati per il monitoraggio delle operazioni, di una tenuta adeguata della contabilità, b) patire l'inaffidabilità o la pericolosità dell'ambiente tecnologico relativo al proprio ambito di attività, c) perdere il controllo degli stessi in caso di attacchi informatici, che riescano a violarne la sicurezza, d) essere soggetti a default e non riuscire a soddisfare i propri obblighi nei confronti degli utenti o dei creditori, a seguito di una avventata modifica della propria politica, di un proprio comportamento sleale od ancora di carenze a livello gestionale.

A differenza delle operazioni in moneta avente corso legale, l'organizzatore del sistema di scambi di cripto-attività non può avere la certezza del buon fine della transazione di unità di valuta virtuale (in quanto questa potrebbe utilizzare un metodo di verifica non sicuro e dunque esporre al rischio di double-spending), né della possibilità di spendere la valuta virtuale ricevuta, né tantomeno del valore della stessa.

Inoltre, avuto riguardo al punto b) dell'elenco, non è chiaro quali siano le informazioni di cui necessitano i potenziali acquirenti/investitori per essere ritenuti adeguatamente informati e poter procedere alla negoziazione delle cripto-attività. Non risulta di facile intuizione se l'individuazione di tali informazioni sia demandata agli organizzatori del sistema di scambio o debba essere individuata per legge.

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 finanziare, 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?*

Risposta: Si veda quanto osservato sopra nella Risposta al 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?*

Risposta: Per garantire un adeguato livello di sicurezza si ritiene sia fondamentale prevedere che il sistema delineato per lo scambio delle cripto-attività sia strutturato in modo da consentire che ogni scambio sia tracciabile e riconducibile a persone fisicamente identificabili per tutta la durata del possesso della cripto-attività. Si ritiene opportuno, compatibilmente con le possibilità offerte dall'elaborazione di un siffatto sistema, tracciare fin dall'origine la provenienza dei fondi utilizzati per acquistare cripto-attività, a titolo di esempio impedendo l'acquisto di cripto-attività per il tramite di moneta elettronica anonima, onde evitare rischi di riciclaggio.

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?*

Risposta: Si condivide la previsione del meccanismo di doppio *opt-in*, richiamando in tal senso le considerazioni di cui sopra (si veda la Risposta al Q7).

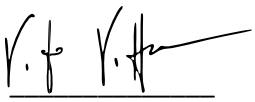
Q15: *In connessione con l'eventuale introduzione di un regime speciale per l'emissione e la circolazione delle cripto-attività, con l'obiettivo della tutela degli investitori, si ritiene opportuno che le autorità valutino la previsione di un regime transitorio in ragione del quale la prosecuzione degli 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?*

Risposta: Si accoglie favorevolmente la previsione di un regime transitorio nei soli confronti di chi intenda aderire al sistema di *opt-in*, al fine di consentire una chiusura ordinata delle transazioni relative a token già emessi sul mercato e con il precipuo obiettivo della tutela degli investitori. Al contrario, l'introduzione dello stesso non si ritiene ragionevole in relazione a coloro che non intendano confluire nel canale di scambi regolamentato, stante la liceità, con le dovute eccezioni, delle operazioni condotte anche al di fuori di tale circuito.

* * *

Grati per l'opportunità concessa, si rimane a disposizione per qualsiasi chiarimento si rendesse necessario.

Cordiali saluti



Vito Vittore

Legália