

Spett.le
Commissione Nazionale per
le Società e la Borsa
Divisione Strategie Regolamentari
Via G.B. Martini, n. 30
0198 Roma

Roma, 5 giugno 2019

Osservazioni al documento per la discussione del 19 marzo 2019 riguardante “Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività”

Egregi Signori,

nel ringraziare per l’opportunità accordata, si propongono di seguito le nostre risposte ad alcuni dei quesiti posti con il documento in oggetto.

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?

L’intenzione di creare una categoria *ad hoc* è senz’altro condivisibile, si suggerisce tuttavia di limitare l’intervento definitorio alle sole tipologie di *token* rispetto alle quali si ravvisa l’esigenza concreta di approntare una disciplina. Ci pare si debba evitare di formulare una definizione in termini talmente ampi da ricomprendere qualsiasi diritto che possa essere incorporato all’interno di una *distributed ledger technology (DLT)*. Sarebbe da preferirsi una definizione che tenga conto solo di quei diritti dai quali deriva la caratterizzazione in chiave “finanziaria” dello strumento risultante.

In linea con questa premessa, considerata la tradizionale tripartizione dei token in: *currency*, *utility*¹ e *investment*² *token* preme in primo luogo far notare che la denominazione “cripto-attività” appare eccessivamente generica.

Si suggerisce, allora, di eliminare dalla definizione proposta non solo i *pure commodity* ma anche i più semplici *utility token*. Con riferimento a questi ultimi, alla luce dei diritti che generalmente

¹ Si è soliti ricomprendere in questa categoria i *token* che conferiscono al possessore la possibilità di esercitare taluni specifici diritti solo sui beni e servizi offerti della società emittente (proprietà di beni, sconti, ecc.). All’interno di questa categoria vengono solitamente ricompresi anche i “*pure commodity*” *token*, cioè quelli definibili come “beni” di per sé.

² Si considerano rientranti in questa categoria i *token* che attribuiscono diritti patrimoniali sui risultati dell’impresa, come percentuali sugli utili prodotti, oppure diritti amministrativi.

conferiscono al detentore, non si ravvisa la necessità di una disciplina specifica. Esistono già, infatti, strumenti di finanziamento che presentano le stesse caratteristiche degli *utility token* che non sono oggetto di apposita regolamentazione. Si pensi al c.d. *reward crowdfunding*, di cui gli *utility token* non rappresentano altro che una variante tecnologicamente più avanzata e, soprattutto, dotata di caratteri di trasferibilità, che ne determinano una accresciuta “liquidità”. Se così è, non si vede perché l’esistenza di un vantaggio – quale la maggiore liquidità dello strumento – debba giustificare un intervento regolatorio che, in una fase preliminare, potrebbe avere l’effetto di inibire (per via dei maggiori costi di accesso al servizio) lo sviluppo di questi strumenti e, dunque, rallentare (con buona probabilità) la diffusione e lo sviluppo.

Al contrario, è forse più utile che la definizione ricomprenda gli strumenti classificabili come *investment token*, che, per la loro natura intrinsecamente finanziaria, richiedono un approccio più prudente.

Con riferimento alle forme di token “ibride”, si condividono le preoccupazioni di codesta Autorità. Si osserva tuttavia che la loro *potenziale* esistenza non sembra giustificare l’introduzione di un regime più rigido, che, in ipotesi dubbie, possa inglobare strumenti certamente non “finanziari”. In presenza di forme “ibride” sarebbe sufficiente la previsione di un meccanismo di “attrazione” che, in questa fase, comporti l’applicazione del regime maggiormente protettivo nei confronti degli investitori.

Considerato, dunque, che il termine cripto-attività può essere più facilmente ricondotto al significato generico di *token* (o, al massimo, a quello di *utility token*), ma difficilmente a quello, più finanziario di *investment token*, si suggerisce di far emergere già dal *nomen* della definizione la natura finanziaria del *tipo* di cripto-attività che si intende regolare. Al riguardo, potrebbe suggerirsi la diversa terminologia di “cripto-attività finanziaria”, onde distinguerla dal termine “criptovaluta” (riferibile ai *currency token*) e lasciare che il termine “cripto-attività” venga utilizzato semplicemente per riferirsi ai c.d. *utility token*.

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?

Anche prescindendo dall’opinione espressa nella risposta al precedente quesito, ci pare di poter condividere solo in parte la proposta. I requisiti (i) della “*finalizzazione al finanziamento di progetti imprenditoriali*” e (ii) dello “*scopo ultimo della circolazione delle cripto-attività in appositi sistemi di scambio*” appaiono infatti alquanto problematici.

Con riferimento al requisito *sub* (i), non ci pare di poter condividere appieno il collegamento dello strumento al finanziamento di “progetti imprenditoriali”. Infatti, un simile collegamento si presta ad elusioni dell’emananda disciplina facendo leva sulla natura non imprenditoriale del soggetto ‘emittente’ o del progetto per il quale si chiede un finanziamento.

Così come è formulato, il requisito pone un’enfasi eccessiva sul “progetto imprenditoriale”, trascurando il contenuto dei diritti che lo strumento incorpora. Ad esempio, la definizione proposta

escluderebbe dall'applicazione della normativa forme di finanziamento alle imprese per generiche finalità di non imprenditoriali (ad es. beneficenza) che prevedano però l'attribuzione al detentore del *token* di diritti amministrativi o economici sull'impresa.

Con riferimento al requisito *sub* (ii), potrebbe essere riconsiderato l'elemento della definizione che richiede che la circolazione debba avvenire (sembrerebbe esclusivamente) in “*appositi sistemi di scambio*”. In primo luogo, infatti, la previsione di un simile requisito sembra porsi in contrasto con la natura “decentralizzata” delle cripto-attività (e dunque con il requisito previsto dell’“*impiego di tecnologia basata su registri distribuiti*”). Questa caratteristica, infatti, fa in modo che questi strumenti non abbiano bisogno di intermediari tanto per la loro detenzione quanto, specialmente, per il loro trasferimento. Sembrerebbe, dunque, eccessivamente restrittivo (e passibile di facile elusione) circoscrivere la circolazione ad appositi “luoghi”. L'esistenza e l'utilizzo di “sistemi di scambio” facilita notevolmente la diffusione di questi strumenti tra il pubblico, tuttavia, tali strutture non sono essenziali per la circolazione di questi strumenti. Nota è infatti la possibilità di utilizzare c.d. “*cold wallet*”, come semplici fogli di carta, per ‘immagazzinare’ e, quindi, scambiare cripto-asset.

In secondo luogo, la definizione così prospettata sconta la necessità di definire con precisione cosa si intenda per “*appositi sistemi di scambio*”. Data la natura “disintermediata” di questi strumenti, qualsiasi luogo fisico o virtuale sarebbe passibile di essere trasformato in un “*sistema di scambio*”. Si pensi all'esistenza di *applicazioni* che agevolano l'incontro “fisico” di soggetti che vogliono vendere e acquistare criptovalute o la possibilità che si creino e diffondano “gruppi di scambio” all'interno dei più comuni *social network*.

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)?

Come evidenziato nella risposta al quesito Q1, l'approccio delineato nel documento, consistente nel voler definire (e dunque, disciplinare) ogni forma di “cripto-attività” diversa dai c.d. pure commodity token, non è pienamente condivisibile.

Il fatto che il “diritto di proprietà” su un bene (incorporato o meno in una DLT) possa essere acquistato per il solo scopo di essere rivenduto in futuro ad un prezzo più alto, non dovrebbe giustificare un intervento *ad hoc* del legislatore. Mancherebbe in un simile caso l'ulteriore requisito dell'aspettativa di rendimenti di “natura finanziaria”. Come si è detto, un approccio regolamentare così restrittivo potrebbe avere ricadute sullo sviluppo di un mercato con grandi potenzialità ma i cui tratti essenziali sono ancora in fase di definizione.

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)?

Una valutazione sul punto non può prescindere da un'analisi del sistema regolamentare definitivo all'interno della quale si deciderà di far gravitare questi strumenti. La mancanza di "regole all'ingresso" potrebbe avere il solo scopo di far applicare anche ad emissioni meno rilevanti e con minori esigenze di regolamentazione una disciplina che, con molta probabilità, comporterà adempimenti non di poco conto.

Da questo punto di vista, si sconsiglia l'assoggettamento di ogni "emissione" alla stessa disciplina, qualunque ne sia il valore. Come già ricordato, previsioni eccessivamente restrittive potrebbero avere l'unico risultato di bloccare lo sviluppo di questo strumento e costringere le autorità di vigilanza a intervenire successivamente per allentare le "maglie" della disciplina regolamentare.

Si suggerisce, dunque, di evitare quanto accaduto con riferimento alla disciplina di uno strumento di finanziamento alternativo, considerabile a tutti gli effetti un predecessore delle ICO: *l'equity crowdfunding*. L'esperienza su questo strumento ha dimostrato chiaramente come una normativa troppo stringente può effettivamente limitare lo sviluppo di uno strumento innovativo di finanziamento, obbligando il legislatore a intervenire successivamente per allentare le maglie regolamentari all'interno del quale lo strumento era stato "imbrigliato".

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

La proposta di ampliare la gamma delle attività svolte dai gestori di portali di crowdfunding anche alla promozione di ICO è sicuramente condivisibile. Sia *l'equity crowdfunding* che le ICO hanno in comune la caratteristica di pubblicizzare un progetto imprenditoriale a favore di una "folla" di partecipanti. Sarà, dunque, possibile creare delle sinergie basate sulla condivisione di una platea di destinatari comune. Si sottolinea a questo riguardo la necessità di introdurre presidi normativi volti a far sì che la selezione dei progetti ammessi al lancio di una ICO attraverso una piattaforma avvenga su base non discriminatoria.

Considerato, poi, il livello di complessità tecnologica che l'utilizzo di questi strumenti porta con sé, potrebbe essere opportuno imporre alle stesse piattaforme di verificare che gli emittenti rispettino determinati standard di sicurezza. L'esito di questa verifica non dovrebbe, necessariamente, condurre al divieto di effettuare la raccolta. Allo scopo di non ostacolare un mercato non ancora "maturo", sarebbe più opportuno ipotizzare che il mancato rispetto dei predetti standard possa essere semplicemente "segnalato" agli investitori di modo che gli stessi possano assumere decisioni di investimento consapevoli anche in termini di rischio.

Inoltre, ci sembra necessario evitare di conferire una “licenza” esclusiva ai gestori di portali di crowdfunding sul lancio di ICO per evitare di snaturare questo strumento di finanziamento.

Al contrario, si ritiene di suggerire l’introduzione di un sistema di “certificazione” mirante alla verifica del rispetto di determinati standard tecnologici di modo che questo meccanismo possa essere messo a disposizione delle imprese interessate a lanciare la propria ICO senza dover utilizzare una piattaforma. Anche in questo caso, sarebbe possibile imporre semplicemente agli emittenti l’obbligo di comunicare al pubblico l’ottenimento (o il mancato ottenimento) della predetta certificazione in modo da informarne adeguatamente il mercato.

Q6: (...)

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?

Considerata la già menzionata natura “disintermediata” di questi strumenti di finanziamento alternativo, si potrebbe comunque condividere l’introduzione di un regime di *opt-in*. Questo a condizione che il contemplato meccanismo non comporti, fra i suoi effetti secondari, quello di rendere eccessivamente gravoso l’utilizzo di questo strumento di finanziamento alle imprese che decidano di non utilizzarlo.

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)?

Favorire la nascita di un mercato secondario per questi strumenti è certamente una iniziativa condivisibile. Ancora oggi, strumenti di finanziamento alternativi (considerabili come “progenitori” delle ICO, quali l’*equity crowdfunding*) scontano proprio l’assenza o il mancato sviluppo di un mercato secondario con ciò incrementando sensibilmente il profilo di rischio riconnesso alla sottoscrizione di quegli strumenti.

Sebbene la natura disintermediata delle ICO renda già questi strumenti particolarmente “liquidi”, la previsione di un accesso privilegiato a sistemi di scambio che possa aumentarne ancor di più la liquidità non può, dunque, che essere condivisa.

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

Si ritiene opportuno privilegiare requisiti di sicurezza tecnologica rispetto a quelli di natura legale o patrimoniale, essendo proprio la “tecnologia” l’aspetto che potrebbe generare maggiori rischi di asimmetria informativa fra emittente e investitore.

Q10: (...)

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?

Senza entrare nel merito di tutti i requisiti, si condivide l'importanza di definire adeguate procedure in ordine "*alla detenzione delle cripto-valute e delle cripto-attività da parte del gestore del sistema*". Come noto e come dimostrato dai recenti casi di cronaca, uno degli aspetti più delicati della disciplina degli *exchange* di cripto-attività è spesso rappresentato dall'assenza di adeguati presidi volti a distinguere la gestione dei servizi di "scambio" da quelli di tenuta del "*wallet*" dei partecipanti. Ciò espone i partecipanti all'*exchange* al rischio che un attacco informatico al sistema di scambio possa coinvolgere le disponibilità detenute per conto dei propri clienti.

Al riguardo, si suggerisce l'introduzione di idonei presidi che consentano di separare i servizi di "*trading*" e "*post-trading*", così da dare la possibilità al singolo investitore di scegliere autonomamente il proprio provider del servizio di *detenzione* di cripto-attività. In questo modo sarebbe possibile ridurre considerevolmente il rischio che attacchi informatici contro la piattaforma coinvolgano anche i suoi clienti.

Q12: (...)

Q13: (...)

Q14: (...)

Q15: (...)

Con i migliori saluti,

Studio Legale Lener & Partners