



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Milano, 4 giugno 2019

Risposta alla consultazione promossa dalla CONSOB in merito alle offerte iniziali e agli scambi di crypto-attività. Documento del 19 marzo 2019. Q1-Q4.

Nel ringraziare per la preziosa opportunità di una consultazione pubblica su offerte iniziali e scambi di crypto-attività, sottoponiamo alla CONSOB le osservazioni che seguono.

1. La prima parte del documento in consultazione (d'ora in poi, "Documento per la Discussione") identifica una fattispecie di *crypto-asset*: (1) distinta da quella di strumento finanziario, valore mobiliare e prodotto di investimento, e, per conseguenza, (2) non soggetta alla disciplina europea applicabile a strumenti finanziari (in particolare: MiFID II e MiFIR), valori mobiliari (in particolare: Regolamento Prospetti) e prodotti di investimento (in particolare: IDD e Regolamento PRIIPs). Tale identificazione della fattispecie consente uno spazio di intervento normativo domestico altrimenti non configurabile in ragione dei vincoli europei.

2. A tal fine, il Documento per la Discussione propone una definizione di crypto-attività incentrata su due elementi: (1) l'esistenza di una "cosa", realizzata con tecnologia *blockchain*, che incorpora i diritti spettanti a un investitore come corrispettivo del finanziamento apportato a un «progetto imprenditoriale» (*token*); (2) la destinazione del *token* alla «successiva negoziazione».

3. In questi termini, la possibilità di configurare una fattispecie di crypto-attività distinta da strumento finanziario e valore mobiliare risulta, tuttavia, assai limitata. Al riguardo, è, infatti, possibile osservare che:

- a) l'apporto di un finanziamento a un progetto imprenditoriale ha tipicamente come corrispettivo uno o più diritti di natura patrimoniale o amministrativa, secondo il modello proprio di obbligazioni e azioni. Di qui la possibilità di ricondurre i *token* alla nozione di «azioni di società o altri titoli equivalenti ad azioni di società» ovvero di «obbligazioni o altri titoli di debito» (art. 1, n. 44, lett. a e b, MiFID II);

- b) i *crypto-asset* sono, per definizione, destinati alla «successiva negoziazione». Di qui la possibilità di ricondurre i *token* alla nozione di «valori mobiliari» (= incentrata, come noto, sulla loro negoziabilità nel mercato dei capitali: art. 1, n. 44, MiFID II) e, per conseguenza, alla nozione di strumenti finanziari (= che, come noto, comprende i valori mobiliari: Allegato C, MiFID II);
- c) cripto-attività diverse da valori mobiliari e strumenti finanziari appaiono, pertanto, identificabili solo nel caso di *token* che: (1) attribuiscono come corrispettivo dell'apporto di capitale un diritto a "beni" o servizi (*pure-commodity token* o *utility token*) e (2) sono destinati alla negoziazione su un mercato secondario, così da poter essere ricondotti alla nozione di «prodotto finanziario» ex art. 1, co. 1, lett. u, TUF, nella misura in cui siano caratterizzati dall'aspettativa di un rendimento di natura finanziaria e dall'assunzione di un rischio connesso all'impiego di capitale.

4. I limiti della fattispecie di cripto-attività si riflettono sulla portata delle altre proposte contenute nel Documento per la Discussione in misura diversa. In particolare, (1) con riguardo alla disciplina sull'offerta al pubblico, rimane inalterata la rilevanza della disciplina del Regolamento Prospetti e degli artt. 94 s. TUF; mentre, (2) in ordine alla proposta di piattaforme e sistemi di scambio dedicati, l'ambito di configurabilità appare contenuto alle ipotesi, verosimilmente limitate, di *token* che non siano strumenti finanziari.

5. Alla stregua delle osservazioni sino a ora svolte, un intervento efficace in materia di *crypto-asset* appare essere necessariamente di competenza europea. Nell'attesa, un'importante azione della Consob potrebbe, nondimeno, configurarsi mediante la pubblicazione di Linee Guida che contribuiscano a definire: (1) il *modus operandi* degli emittenti negli ambiti di intervento immediatamente consentiti dalla disciplina vigente (in particolare: con riguardo all'esenzione dall'obbligo di prospetto per le offerte al pubblico sino a un massimo di € 8 milioni prevista dall'art. 4, par. 2, lett. b, Regolamento Prospetti e dall'art. 34-ter, lett. c, Regolamento Emittenti); (2) i presidi a tutela degli investitori (in particolare: con riguardo alla configurabilità come servizio di investimento dell'attività svolta dai promotori di *initial coin offering* e alla riconduzione dei sistemi di scambi di cripto-attività alla disciplina vigente delle sedi di negoziazione).

Prof. Andrea Perrone

Facoltà di Scienze Bancarie, Finanziarie e Assicurative
Università Cattolica del Sacro Cuore