DWF LLP Italian Branch
Via dei Bossi 6 20121 Milano Italy
T (+39) 02 3031 7999 F (+39) 02 3031 7987 www.dwf.law

Alla cortese attenzione della

CONSOB

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

Tramite SIPE – Sistema Integrato Per l'Esterno

Milano, 5 giugno 2019

Oggetto: Osservazioni e risposte ai quesiti di cui al Documento per la Discussione del 19 marzo 2019, concernente "*Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*"

Lo scrivente Studio DWF LLP Italian Branch (in seguito, "**DWF Italy**" o lo "**Studio**") ha accolto favorevolmente la possibilità di prendere parte al nascente dibattito, promosso a livello nazionale da Codesta Spettabile Autorità, sul tema delle offerte iniziali e degli scambi di cripto-attività.

Nel rispondere all'invito a formulare osservazioni al Documento per la Discussione in oggetto (in seguito, il "**Documento per la Discussione**") e a fornire risposte ai quesiti ivi contenuti, DWF Italy intende ringraziare per l'opportunità offerta, nella convinzione che tale iniziativa possa dispiegare effetti significativamente positivi per gli operatori di mercato che intendano promuovere offerte di cripto-attività nel nostro Paese e, soprattutto, per i risparmiatori italiani che intendano parteciparvi.

1. PREMESSA – CONSIDERAZIONI GENERALI

Le offerte iniziali di cripto-attività (comunemente note come "**ICOs**" o "*initial coin offerings*"), nonché la successiva fase di scambio e negoziazione delle medesime, sono state, negli ultimi anni, catalizzatrici di attenzione da parte del pubblico dei risparmiatori e, in una fase immediatamente successiva, anche da parte delle Autorità di vigilanza dei Paesi in cui sono state promosse.

Una ICO si caratterizza normalmente, rispetto ad una ordinaria offerta pubblica iniziale (di cui richiama l'acronimo "IPO"), per la presenza di taluni peculiari tratti distintivi, come evidenziato nello stesso Documento per la Discussione:

i. l'utilizzo della tecnologia *blockchain* e la conseguente disintermediazione rispetto ai soggetti tipicamente operanti sul mercato dei capitali;

In Italy, DWF operates via an Italian branch office of DWF LLP, a limited liability partnership registered in England and Wales with registered number OC328794 (registered office at 1 Scott Place, 2 Hardman Street, Manchester, M3 3AA) with VAT Number/Fiscal Code 10059890961 and in association with a separate partnership, DWF LLP – Studio Legale Associato, with VAT Number/Fiscal code is 10068380962, both trading as DWF (Italy).
Unless it is clear from the context or the specific terms of this correspondence that the recipient of this correspondence is dealing with DWF LLP – Studio Legale Associato, the recipient of this correspondence will at all times be dealing with the Italian branch office

ii. l'impiego di valute virtuali per il pagamento delle cripto-attività;

iii. la promozione dell'offerta anche mediante canali *online*, quando non unicamente sul *web*;

iv. la pubblicazione, in luogo dell'apposito prospetto, di un c.d. "*whitepaper*".

L'iniziativa promossa da Codesta Spettabile Autorità è sicuramente lodevole, anche in considerazione della necessità, da più parti invocata, di definire un quadro regolamentare chiaro, stante l'assenza di una regolamentazione a livello comunitario del fenomeno[1] – che ha condotto taluni Stati membri a delineare approcci autonomi[2] – e, del pari, in virtù della contestuale emersione di forme di abusivismo, consistenti nella promozione di *initial coin offerings*, aventi ad oggetto prodotti finanziari o strumenti finanziari, rivolte al pubblico dei risparmiatori residenti in Italia, tramite offerta fuori sede o promozione mediante tecniche di comunicazione a distanza[3].

Così delineato il contesto in cui si inserisce l'iniziativa di Codesta Autorità, lo scrivente Studio si accinge a fornire risposta ai quesiti formulati nel Documento per la Discussione, ricompresi nelle tre macro-aree oggetto della pubblica consultazione:

---

[1] Con riferimento al primo fattore, Codesta Autorità dichiara espressamente nel Documento per la Discussione che l'iniziativa è stata posta in essere "*in attesa della definizione in ambito europeo di un condiviso orientamento circa la qualificazione giuridica dei crypto-assets e in particolare in merito alla loro riconduzione al novero dei valori mobiliari*".

[2] Si tratta, in particolare, dei casi – citati dalla stessa Consob: (I) della Francia, dove è stato individuato un approccio regolamentare basato su uno schema di autorizzazione opzionale (cd. "*opt-in*") in cui i promotori delle ICOs hanno la facoltà di richiedere una autorizzazione alla AMF (*Autorité des marchés financiers*) per il rilascio del relativo visto, oppure di non richiedere alcuna autorizzazione, (II) del Regno Unito, dove il 23 gennaio 2019 la FCA (*Financial Conduct Authority*) ha avviato una pubblica consultazione per chiarire agli operatori di mercato in quale regolamentazione ricadono le diverse categorie di *crypto-assets*, e (III) di Malta, dove a luglio 2018 sono state approvate tre leggi: (i) una relativa all'istituzione di una autorità *ad hoc* ("*Malta Digital Innovation Authority Act*"), (ii) un'altra ("*Innovative Technological Arrangement and Services Act*") che disciplina le DLTs e gli *smart contracts*, e (iii) una terza ("*Virtual Financial Asset Act*") che regolamenta le offerte e gli scambi di quei *tokens* che, a seguito dell'effettuazione del cd. "*financial instrument test*" (da svolgersi dinanzi ad un c.d. "VFA Agent", un ente registrato presso l'autorità di vigilanza maltese), rientrano nella definizione di "*virtual financial assets*", categoria residuale rispetto agli strumenti finanziari (*financial instruments*, ai quali si applica la MiFID), ed ai "*virtual tokens*", che corrispondono a quelli che nella prassi vengono definiti "*utility tokens*" ed ai quali non si applica alcuna regolamentazione.
Oltre ai tre Paesi citati nel Documento per la Discussione, possono farsi altresì gli esempi della Svizzera, paese precursore del lancio delle ICOs, dove lo scorso 22 marzo il Consiglio Federale ha approvato una mozione favorevole alla disciplina delle criptovalute; della Germania, dove la BaFin (l'Autorità Federale di Vigilanza Finanziaria) ha recentemente autorizzato l'emissione di un *security token* tramite il lancio di una *security token offering* ("STO"), e dove è in corso di discussione l'approvazione di una normativa organica in materia; nonché, per restare sempre nel contesto europeo (anche se extra-UE), del Liechtenstein, di Gibilterra e della Repubblica di San Marino.

[3] Come noto, tale fenomeno ha portato Consob ad emanare, tra la fine del 2018 ed i primi mesi del 2019, una serie di provvedimenti di sospensione cautelare e di divieto relativamente a svariate offerte iniziali di *crypto-assets*, in quanto considerate dall'Autorità come configuranti i requisiti delle offerte al pubblico residente in Italia di prodotti finanziari, effettuate però in assenza della preventiva comunicazione alla Consob e/o della trasmissione a quest'ultima e della pubblicazione di un prospetto informativo, ai sensi della normativa applicabile.

1. "*Aspetti definitori*": che ha come obiettivo la definizione degli elementi costitutivi del fenomeno delle offerte iniziali e degli scambi di cripto-attività;
2. "*Piattaforme per le offerte di cripto-attività*": che delinea un possibile approccio regolatorio rispetto alle offerte di cripto-attività di nuova emissione (c.d. "*primary market*");
3. "*Sistemi di scambi di cripto-attività*": che riguarda la proposta di un approccio regolatorio riguardante la successiva fase di negoziazione e scambio delle cripto-attività oggetto di preventiva emissione e diffusione al pubblico (c.d. "*secondary market*").

Con riferimento alle sopra citate tre aree tematiche, Codesta Spettabile Autorità delinea nel Documento per la Discussione alcune proposte regolamentari, sottoponendo a coloro che vorranno partecipare alla pubblica consultazione una serie di quesiti (15 in totale) riferiti a ciascuna di tali proposte.

Nel presente documento si intende fornire, oltre alle risposte ai sopra citati quesiti, alcune ulteriori considerazioni, che esulano in parte dalle domande poste da Codesta Spettabile Autorità, ma che si ritiene possano essere utili alla futura discussione. Nel predisporre il presente documento si è inoltre preso spunto dalle osservazioni emerse durante il "*public hearing*" tenutosi il 21 maggio u.s. (in seguito, il "**Public Hearing**").

1. ASPETTI DEFINITORI

Prima di formulare le proprie risposte ai quesiti posti da Codesta Spettabile Autorità con riferimento agli aspetti definitori del fenomeno delle offerte iniziali e degli scambi di cripto-attività[4], chi scrive intende sottolineare come sia di grande interesse l'approccio, per molti aspetti innovativo, delineato da Consob con riferimento ad una possibile definizione delle cripto-attività.

Diversamente da altri Paesi stranieri, e dall'orientamento che sul punto ha espresso l'Unione europea, Consob sembra infatti prescindere dalla classificazione delle cripto-attività in categorie già esistenti, come quella degli strumenti finanziari, ovvero dei prodotti finanziari (la cui presenza nel nostro ordinamento rappresenta una sorta di peculiarità rispetto ad altri Paesi europei), ma propone di creare una nuova categoria, alla quale applicare una normativa di favore, meno rigida rispetto a quella prevista dal TUF per gli strumenti o i prodotti finanziari (una sorta di *sandbox* priva di limitazioni temporali). La proposta di Consob di introdurre una definizione normativa *ad hoc* delle cripto-attività (distinta da quella dei prodotti finanziari) e di prevedere per le offerte iniziali degli stessi un regime agevolato, è sicuramente condivisibile e meritoria.

[4] Le cripto-attività di cui Consob propone una definizione non corrispondono alle valute virtuali (come il Bitcoin), bensì a quei *tokens* che non integrano la definizione di strumento finanziario, ma che possono eventualmente configurare quella di prodotto finanziario. Le valute virtuali sono invece oggetto dell'*Occasional Paper* pubblicato da Banca d'Italia a marzo di quest'anno, il quale ha come scopo principale quello di analizzare i profili economici, contabili e prudenziali delle "cripto-attività tipo bitcoin", ossia (appunto) delle valute virtuali.

DWF LLP Italian Branch
Via dei Bossi 6 20121 Milano Italy
T (+39) 02 3031 7999 F (+39) 02 3031 7987 www.dwf.law

Venendo ora alle risposte alle domande poste nel Documento per la Discussione.

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?

A1: Con riguardo alla definizione di cripto-attività avanzata da Consob, si evince come essa si basi, in sintesi, su taluni elementi caratterizzanti:

i. *in primis*, Codesta Autorità ha chiarito che l'esercizio definitorio condotto nell'ambito del Documento per la Discussione rimane al di fuori del perimetro degli strumenti finanziari (che nella disciplina italiana, nel solco delle Direttive MiFID, costituiscono un numero chiuso) e dei prodotti di investimento (con ciò riferendosi dunque a prodotti quali PRIIP, PRIP e IBIP);

ii. *in secundis*, esclusa la riconduzione alla disciplina di cui *sub* i., particolare attenzione è stata data alla natura delle cripto-attività, quali "*registrazioni digitali rappresentative di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali*";

iii. al fine di pienamente cogliere la peculiarità dell'impiego di tecnologie a registro distribuito ("*distributed ledger technologies*", tra cui la *blockchain* come esempio maggiormente noto), Codesta Autorità ha posto l'accento sulla centralità di tale tecnologia, che dovrebbe essere quella mediante la quale le suddette "*registrazioni digitali*" dovranno essere create, conservate e trasferite. Specifica menzione viene inoltre fatta alla necessità che tale tecnologia basata su registri distribuiti e consenta "*l'identificazione del titolare dei diritti relativi agli investimenti sottostanti e incorporati nelle cripto-attività*";

iv. da ultimo, a parere di Codesta Autorità, all'interno della categoria delle cripto-attività dovrebbero rientrare esclusivamente quelle "*destinate a essere negoziate o sono negoziate all'interno di uno o più sistemi di scambi*" (cc.dd. "*exchanges*"), i quali saranno anch'essi oggetto di regolamentazione nella proposta di Consob.

Giova qui in primo luogo evidenziare che le cripto-attività di cui Codesta Spettabile Autorità intende proporre una definizione non corrispondono alle valute virtuali (quale, tra le più conosciute, Bitcoin), bensì a quei *tokens* che non integrano la definizione di strumento finanziario, ma che possono eventualmente rientrare in quella di prodotto finanziario.

Parimenti si riscontra come, dai tratti dell'esercizio definitorio condotto da Consob, l'Autorità intenda prescindere dalle tassonomie delineate da talune Autorità di Vigilanza, tra cui l'Autorità federale svizzera di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA), la quale per prima, nella sua "*Guida pratica alle Initial Coin Offerings*" pubblicata il 16 febbraio 2018, ha avanzato una proposta di classificazione dei *tokens* articolata nelle famose tre categorie dei *payment tokens*, *utility tokens* e *security tokens*.

Chi scrive si sente di sposare l'approccio di Codesta Spettabile Autorità sul punto, dal momento che la sopra citata classificazione ha, in effetti, dimostrato scarsa efficacia ed utilità pratica, dal momento che sovente la struttura e la funzionalità dei *tokens* si caratterizzano per essere ibride.

In linea generale – e ferme comunque le osservazioni ed i dubbi relativamente ad alcuni dei sopra citati elementi definitori caratterizzanti, di cui *infra* –, la proposta di Consob di introdurre una definizione normativa *ad hoc* delle cripto-attività (distinta da quella dei prodotti finanziari) e di prevedere per le offerte iniziali degli stessi un regime agevolato al fine di "*affrontare la materia tenendo conto delle sue peculiarità*" (esonerando così i promotori dell'iniziativa dal rispetto della (onerosa) disciplina prevista dal TUF in materia di obbligo di prospetto informativo e di offerta a distanza), coglie sicuramente nel segno.

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?

A2: Per quanto concerne il secondo dei sopra citati elementi caratterizzanti della definizione di cripto-attività, lo scrivente Studio ravvisa come la necessaria "*connessione*" dei diritti incorporati nelle cripto-attività ad "*investimenti in progetti imprenditoriali*" susciti qualche perplessità.

Pur avendo compreso, nel corso del Public Hearing, che il motivo (legittimo) di una tale scelta sia quello di escludere dall'ambito applicativo della futura regolamentazione i prodotti meramente speculativi, chi scrive ritiene che una tale impostazione abbia come conseguenza quella di lasciare in un limbo di incertezza giuridica le offerte aventi ad oggetto quei *tokens* che, pur non rientrando nella definizione di strumenti finanziari, incorporino diritti connessi ad *assets* illiquidi (come beni immobili, opere d'arte, etc.). Se così fosse, l'eventuale futura legislazione frutto della presente pubblica consultazione non permetterebbe agli operatori di sfruttare appieno quella che è, ad oggi, una delle applicazioni più interessanti della tecnologia *blockchain*, ossia la possibilità che la stessa offre di rendere liquidi *assets* altrimenti illiquidi, tramite la c.d. "*tokenizzazione*"; come peraltro sottolineato dalla stessa ESMA in un passaggio del suo *advice* del gennaio 2019, in cui viene posta enfasi sulla capacità delle tecnologie basate su registri distribuiti di generare "*dinamiche virtuose capaci di aumentare la liquidabilità di assets altrimenti illiquidi in un contesto di mercato disintermediato e quindi meno costoso*".

Condivisibili sono invece, ad opinione di chi scrive, tanto l'obbligatorietà di utilizzare le tecnologie basate su registri distribuiti per la creazione, conservazione e trasferimento di cripto-attività – anche alla luce della recente introduzione delle connesse previsioni legislative nel c.d. Decreto Semplificazioni – quanto la necessità di consentire, anche ai fini del rispetto della normativa antiriciclaggio, l'identificazione dei titolari dei diritti incorporati nei *tokens*.

Con riferimento infine alla previsione per cui "*scopo ultimo*" delle cripto-attività debba essere la loro destinazione alla negoziazione in sistemi di scambio, chi scrive non è in disaccordo, in principio, con una tale proposta – probabilmente connessa proprio al fatto che la effettiva negoziazione di un *token* sugli *exchanges* è stata considerato da Consob (nei suoi provvedimenti di sospensione delle offerte al pubblico residente in Italia aventi ad oggetto *tokens*, similmente a quanto avvenuto anche in altri Paesi) come uno degli elementi determinanti per la qualificazione del *token* come prodotto finanziario (o meglio come "investimento di natura finanziaria"). Cionondimeno, anche a seguito di quanto

discusso durante il Public Hearing, chi scrive continua a nutrire ancora qualche dubbio sulla possibilità di stabilire normativamente quando l'emissione di un *token* debba essere considerata *ex ante* come "destinata" alla circolazione su di un *exchange*. Al di là della difficoltà di dare rilevanza, in una definizione normativa, ad uno "scopo ultimo" interno dell'emittente, potrebbe ad esempio capitare, nella pratica, che lo stesso emittente cambi idea successivamente all'offerta al pubblico e decida di non voler più negoziare la cripto-attività su di un sistema di scambio, oppure che non trovi degli *exchanges* disponibili ad ammettere il *token* alla negoziazione. Si ritiene pertanto che, forse, la soluzione (non già migliore) ma maggiormente attuabile sia quella di prevedere la mera "negoziabilità" della cripto-attività sui relativi sistemi di scambio, il che permetterebbe, inoltre, di estendere l'ambito di applicabilità della futura disciplina anche a quei *tokens* che vengono acquistati dagli utenti senza intenti di natura speculativa (c.d. "*pure commodity-tokens*").

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)?**

A3: Come evidenziato sopra in risposta al Quesito n. 2 con riferimento ai "*pure commodity-tokens*", si ritiene che, probabilmente, stante la difficoltà (ad opinione di chi scrive) di stabilire normativamente quando l'emissione di un *token* debba essere considerata *ex ante* come "destinata" alla circolazione su un *exchange*, la soluzione probabilmente migliore (o, quanto meno, maggiormente realizzabile) sia quella di sostituire tale requisito con quello della potenziale "negoziabilità" delle cripto-attività.

Con riferimento, invece, alla esclusione dei valori mobiliari/strumenti finanziari, si ritiene che la definizione proposta dalla Consob riesca ad escludere con chiarezza tali fattispecie dall'ambito applicativo della nuova normativa, fermo restando il dubbio, autorevolmente posto dal Prof. Annunziata durante il Public Hearing, relativo al rischio di una "mutazione genetica" delle cripto-attività derivante dalla loro negoziazione sugli *exchanges* nel caso le prime abbiano le caratteristiche dei derivati su *commodities* o su merci, ed i secondi siano riconducibili ai *multilateral trading facilities*, dubbio che si ritiene assolutamente fondato e che debba pertanto essere oggetto di discussione – unitamente alle relative possibili soluzioni legislative – nel corso della pubblica consultazione.

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)?**

A4: Ad opinione di chi scrive, la proposta di non contemplare soglie di valore per esenzioni riferite ad emissioni sotto soglia non appare condivisibile. Si ritiene infatti opportuno, oltre che utile, che anche per le emissioni di cripto-attività vadano previste esenzioni da determinati adempimenti, similmente a

quanto avviene per le soglie relative all'esenzione dall'obbligo di prospetto, in modo da far sì che le previsioni della futura eventuale normativa siano proporzionate al valore delle singole offerte ed alla effettiva rischiosità delle stesse. A tale specifico riguardo, si suggerisce ad esempio di introdurre l'esenzione all'obbligo di pubblicare il "*whitepaper*" per le emissioni di cripto-attività che abbiano un valore inferiore ad euro 8 milioni nell'arco di 12 mesi, similmente a quanto previsto attualmente per le offerte al pubblico nel Regolamento Emittenti n. 11971 del 14 maggio 1999.

2. PIATTAFORME PER LE OFFERTE DI CRIPTO-ATTIVITÀ

Con riguardo all'approccio regolatorio inerente le piattaforme per le offerte di cripto-attività, si riportano qui di seguito le risposte alle domande poste nel Documento per la Discussione.

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.

A5: Il Documento per la Discussione evidenzia la necessità di prevedere un'apposita disciplina per lo svolgimento delle offerte in sede di emissione di cripto-attività, la quale avrebbe come scopo la tutela del pubblico di investitori sollecitato e potenzialmente interessato a prendere parte alle suddette iniziative di emissione.

Codesta Spettabile Autorità ha a tale riguardo proposto di prevedere un "canale preferenziale" per gestire le "piattaforme per le offerte di cripto-attività" per i gestori di portali *online* per la raccolta di capitali di rischio autorizzati ai sensi dell'art. 50-*quinquies* del TUF, pur lasciando aperta la possibilità che anche altri soggetti, se in possesso dei requisiti soggettivi richiesti per i gestori dei portali di *crowdfunding*, possano gestire tali nuove piattaforme.

Si ritiene condivisibile ed intelligente la proposta avanzata da Consob, volta ad ampliare la gamma delle attività che i gestori di portali di *crowdfunding* possono condurre sui portali autorizzati, fino a ricomprendervi la promozione di offerte di cripto-attività di nuova emissione. Codesta Autorità, nel formulare questa proposta, sembra prendere le mosse da quanto suggerito, nell'agosto del 2018, dal Comitato sugli Affari economici e monetari del Parlamento europeo, nel corso della procedura di approvazione della proposta di Regolamento del Parlamento e del Consiglio sugli "*European Crowdfunding Service Providers*". Tale Comitato, in quella sede, si era infatti fatto promotore di un ampliamento dell'ambito di attività dei gestori di portali di *crowdfunding* da autorizzare in ambito UE, i quali avrebbero potuto "ospitare" il lancio di *initial coin offerings* sui propri portali. Tale proposta non ha però visto la luce ed è stata stralciata nel corso dell'*iter* di approvazione del Regolamento europeo, tuttora in corso di discussione.

Tornando alla proposta formulata da Codesta Autorità di ammettere la possibilità di un ampliamento della gamma di attività conducibili dai gestori di portali di *crowdfunding* autorizzati, fino a

ricomprendervi la promozione di offerte di cripto-attività di nuova emissione, la stessa prevede l'obbligo, per i gestori di portali che intendano chiedere l'autorizzazione ad operare anche quali piattaforme per la promozione di offerte di cripto-attività, di fare in modo che le due attività vengano tenute distinte, tramite l'istituzione e gestione di due piattaforme autonome.

Su tale specifico punto, si ritiene auspicabile prevedere che la "divisione" possa avvenire anche nel contesto di un'unica piattaforma, la quale dovrà pertanto avere due "ingressi" ben distinti e separati.

Si rivela inoltre che, ad una prima lettura del Documento per la Discussione, sembrerebbe che, qualora il gestore di portale autorizzato decidesse di ricomprendere entro la propria operatività anche l'attività di gestione di piattaforme per le offerte di cripto-attività, egli debba solamente darne preventiva comunicazione a Codesta Autorità. Ad una più attenta analisi, tuttavia, il Documento per la Discussione, all'interno del Riquadro 3, identifica taluni presidi di cui è richiesta l'implementazione affinché tale ulteriore attività possa essere prestata dai gestori di portali giù autorizzati, prevedendo in particolare che vi debba essere "*un apparato informativo, procedurale, organizzativo e di controllo, strutturato e adeguato rispetto ai rischi sottesi alla "nuova operatività", nell'ottica della tutela degli investitori*". Su questo aspetto, chi scrive nutre dubbi sul fatto che da tale "*nuova operatività*" possano scaturire rischi che rendano effettivamente necessaria o opportuna una modifica (più o meno radicale) degli obblighi informativi, procedurali, organizzativi e di controllo già attualmente previsti per i gestori di portali dalla normativa di cui al Regolamento sull'*equity crowdfunding*, che sul punto ha dato sicuramente buona prova di sé, fino ad essere considerata come "*benchmark*" di riferimento da altri Paesi al fine della regolamentazione domestica del fenomeno. La citata previsione circa l'implementazione di un "*apparato […] strutturato e adeguato rispetto ai rischi sottesi alla nuova attività*", inoltre, fa sorgere il dubbio che i gestori di portali autorizzati non possano limitarsi, qualora intendano intraprendere l'attività di gestione di piattaforme per le offerte di cripto-attività, a fornire una mera preventiva comunicazione a Consob di tale volontà; sembra invece che si debba far fronte ai costi e ai tempi di un procedimento autorizzativo vero e proprio, che chi scrive ritiene non essere invece strettamente necessario.

Condivisibile è invece la proposta, contenuta nel Documento per la Discussione, di prevedere ulteriori eventuali requisiti tecnologici che garantiscano la continuità e la sicurezza informatica della piattaforma, stante che la "nuova" attività di gestione di piattaforme per le offerte di cripto-attività (a differenza che per l'attività di gestione di portali *online* per la raccolta di capitali di rischio) verrà svolta obbligatoriamente utilizzando tecnologie tipo *blockchain*.

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)?**

A6: Quanto alla proposta di Codesta Autorità di prevedere – accanto ad un ampliamento della gamma delle attività che possono essere effettuate dai gestori di portali di *crowdfunding*, al fine di ricomprendervi anche la promozione di offerte di cripto-attività di nuova emissione – che anche

soggetti diversi, purché muniti dei medesimi requisiti dei gestori di portali, possano condurre attività di gestione di piattaforme per le offerte di cripto-attività, chi scrive non esprime una posizione contraria.

Si ritiene comunque che i gestori di portali di *crowdfunding* già autorizzati, in virtù della già avviata operatività e delle competenze maturate in materia, debbano poter usufruire di un trattamento preferenziale che consista nell'invio di una mera comunicazione a Consob di voler svolgere anche l'attività di gestione di una piattaforma per le offerte di cripto-attività.

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?

A7: Si ritiene sicuramente condivisibile la proposta di prevedere un regime opzionale (c.d. "*opt-in*") di applicazione della nuova normativa, lasciando pertanto libero l'emittente di decidere se utilizzare o meno una piattaforma autorizzata per il lancio dell'offerta di cripto-attività. Tale proposta, che ricalca quanto fatto in Francia sul tema e che rappresenta uno dei punti fondamentali del Documento per la Discussione, prevede che solo nel caso in cui un emittente opti per l'utilizzo di una piattaforma autorizzata trovino applicazione le previsioni derogatorie della nuova normativa rispetto agli obblighi di pubblicazione del prospetto e di offerta a distanza di prodotti finanziari. A tale proposito chi scrive ritiene che un tale sistema possa effettivamente portare alla "incentivazione" del ricorso agli strumenti (e ai vantaggi) della nuova disciplina, senza però dar vita ad una vera e propria riserva di attività.

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)?

A8: Fermi restando i dubbi, manifestati nella risposta al Quesito n. 2, sulla fattibilità di prevedere che lo "scopo ultimo" delle cripto-attività debba essere la loro destinazione alla negoziazione in sistemi di scambio, con riferimento allo "stretto collegamento" fra l'offerta di cripto-attività di nuova emissione, realizzata per il tramite di piattaforme vigilate, e il loro successivo accesso ad un sistema di scambi, si condivide l'idea che tale stretto collegamento – unitamente alla previsione dell'attribuzione di un determinato "*label*" tramite l'iscrizione dell'*exchange* in un apposito registro – possa determinare un incentivo per i gestori di sistemi di scambi ad aderire al regime opzionale (c.d. "*opt-in*", previsto anche per i sistemi di scambi).

Con specifico riferimento a tale incentivo, esso potrebbe essere implementato, secondo Codesta Spettabile Autorità, prevedendo che solo le cripto-attività che abbiano costituito oggetto di offerta al pubblico tramite "piattaforme per le offerte di cripto-attività" possano essere ammesse agli scambi sugli *exchanges* autorizzati.

Come è stato già rilevato anche da altri Autori, una simile limitazione potrebbe comportare il rischio di una scarsa attrattività del mercato italiano sotto un peculiare punto di vista: quello della possibilità di effettuare attività di *trading* di valute virtuali (intese in senso stretto quali Bitcoin, Ether *et similia*, le quali, come visto, non formano oggetto della definizione proposta da Consob di cripto-attività) sugli *exchanges* autorizzati. Gli esempi finora osservati dimostrano infatti che, sovente, le valute virtuali non sono state oggetto di offerta al pubblico. Si ritiene in ogni caso che tale rischio possa essere scongiurato specificando espressamente nella futura normativa come la limitazione di cui sopra riguardi solamente le cripto-attività così come definite da tale normativa, e non anche le valute virtuali, permettendo così che queste ultime possano comunque venire scambiate sugli *exchanges* autorizzati.

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

A9: Si propone qui di seguito un elenco (meramente esemplificativo) di possibili principi ispiratori relativamente ai requisiti minimi che dovrebbero avere i soggetti emittenti cripto-attività ed agli obblighi in capo ai medesimi, fermo restando che si condivide la proposta di Consob di non limitare tali soggetti alle società di capitali:

- requisiti di onorabilità;
- assenza di conflitti di interessi con i gestori delle piattaforme;
- obblighi di fornire informazioni corrette, chiare e non fuorvianti.

3. SISTEMI DI SCAMBI DI CRIPTO-ATTIVITÀ

Con riguardo all'approccio regolatorio inerente i sistemi di scambi di cripto-attività, si riportano qui di seguito le risposte alle domande poste nel Documento per la Discussione.

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*?

A10: Si precisa innanzitutto che, a differenza di quanto avvenuto in altri Paesi, che hanno previsto di normare solo la fase di emissione dei *tokens*, Codesta Spettabile Autorità ha ritenuto – ad avviso di chi scrive correttamente – di regolamentare anche la successiva attività di negoziazione delle cripto-attività.

Con riferimento alla definizione di "sistema di scambi di cripto-attività", si evidenzia tuttavia come Consob (pur delineandone le differenze nella parte iniziale del Documento per la Discussione) non sembri fare distinzioni tra le regole applicabili alle piattaforme cc.dd. "centralizzate" e le regole invece applicabili alle piattaforme cc.dd. "decentralizzate". Le due tipologie di piattaforme si differenziano per il fatto che le prime, oltre ad offrire servizi di negoziazione e scambio (*trading*), agiscono altresì da *wallet providers*, fornendo anche i servizi di custodia e trasferimento dei *tokens* (*post-trading*). In tal modo, si consente agli investitori di trasferire i propri *crypto-assets* (o, alle volte,

anche valuta corrente) all'*exchange*, il quale registra tali attività in conti detenuti dallo stesso per conto degli investitori su un proprio *database*, e pertanto al di fuori della *blockchain* (che in questi casi viene quindi aggiornata solo per registrare i trasferimenti relativi alle fasi di deposito e ritiro dei *tokens*). Le piattaforme decentralizzate, al contrario, non consentono di usufruire di tale ultima tipologia di servizi *post-trading*; l'investitore dovrà dotarsi di un *wallet* digitale installato su di un dispositivo di sua proprietà (c.d. "*cold wallet*"), detenendone le relative chiavi pubbliche e private di accesso ed esercitando pertanto il pieno controllo sui propri *tokens*. A differenza delle piattaforme decentralizzate – dove, come appena visto, sono gli stessi investitori che, avendo il controllo delle proprie chiavi di accesso, danno istruzioni di regolamento alla *blockchain* – le piattaforme centralizzate, gestendo le chiavi di accesso degli investitori (c.d. "*hot wallet*"), operano di fatto come depositari, per conto degli investitori, delle loro cripto-attività, oltre che delle loro monete virtuali e, a volte, di valuta corrente.

Si rileva come sia proprio la sopra prestazione di servizi di custodia di criptovalute e, a volte, denaro corrente e altri valori da parte delle piattaforme centralizzate che rappresenta da sempre l'aspetto più problematico della regolamentazione del fenomeno, dal momento che tali attività sono normalmente riservate a soggetti bancari.

Pur essendo consapevoli che tale materia esula dalle competenze di Consob, chi scrive ritiene che non ci si possa esimere dall'affrontare il tema nell'ambito della pubblica consultazione in corso, eventualmente coinvolgendo Banca d'Italia nella discussione.

Si precisa infine che sul punto altri Paesi stanno valutando la concessione di una c.d. "*light banking license*" per le piattaforme centralizzate. Chi scrive ritiene sicuramente interessante e percorribile una tale strada, che permetterebbe, se implementata, di utilizzare il principio di proporzionalità (di derivazione europea e già immanente nel nostro ordinamento giuridico), prevedendo degli adempimenti e dei requisiti proporzionati alle attività che il soggetto richiedente andrà in concreto a svolgere (nel caso di specie esclusivamente l'attività di custodia di valori mobiliari).

La medesima specifica regolamentazione si ritiene vada applicata anche ai *wallet providers* centralizzati che non siano anche *exchanges*, che si propone pertanto di inserire, con riferimento alla attività di custodia di valori mobiliari, come soggetti da normare in base alla futura normativa.

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?

A11: Nel Documento per la Discussione viene avanzata la proposta di implementare adeguate forme di controllo e di regolamentazione dell'attività degli *exchanges*. Auspicabile, secondo l'Autorità, è l'introduzione di parametri minimi di *governance* e operatività per le piattaforme. Inoltre, Consob sottolinea come, nel solco della volontà di non ostacolare il percorso di sviluppo di fenomeni innovativi quali quelli di cui si tratta, sia ipotizzabile la creazione di un sistema che non crei una vera e propria riserva di attività, ma che consenta, per la gestione dei sistemi di scambio, la facoltà al

gestore stesso di aderire alla disciplina mediante un sistema di *opt-in*, in tal modo lasciando rimessa al gestore la decisione di sottoporsi o meno alla stessa. Al fine di incentivare la scelta dell'*opt-in*, Codesta Spettabile Autorità ha immaginato, come già visto nel precedente paragrafo 2: (i) la creazione di uno "*stretto collegamento*" tra i sistemi di scambio di cripto-attività regolamentati e le offerte condotte tramite piattaforme autorizzate, e (ii) la previsione di attribuire di un determinato "*label*" tramite l'iscrizione dell'*exchange* in un apposito registro tenuto dalla Consob.

Lo scrivente Studio condivide l'approccio di principio delineato da Codesta Spettabile Autorità, volto a prevedere requisiti il cui soddisfacimento consenta di attribuire la qualifica di sistema di scambi di cripto-attività.

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?

A12: Nel Documento per Discussione, Consob delinea la possibilità che gli organizzatori di sistemi di scambi di cripto-attività possano domandare l'iscrizione dei menzionati sistemi nell'apposito registro tenuto dall'Autorità solamente al ricorrere di determinate condizioni:

a) che il sistema presenti regole e procedure trasparenti e non discriminatorie circa lo svolgimento degli scambi, la selezione delle cripto-attività, l'accesso al sistema e l'identificazione degli utenti;
b) che siano implementate procedure efficaci relative alla pubblicazione di informazioni aggiornate sulle cripto-attività;
c) che vi siano procedure di identificazione e gestione dei rischi ai quali è esposto il sistema;
d) che vengano adottate misure che assicurino l'efficiente regolamento delle negoziazioni su *blockchain*;
e) che siano sussistenti presidi di organizzazione e funzionamento;
f) che vengano previste procedure per la gestione dei conflitti di interesse;
g) che vengano sviluppate regole e procedure relative all'investimento delle risorse finanziarie, alla detenzione delle cripto-valute e delle cripto-attività da parte del gestore.

Come inizialmente delineato nella risposta al Quesito 10, ad opinione di chi scrive, alcuni di tali requisiti dovrebbero essere differenziati e graduati tra piattaforme centralizzate e decentralizzate, quanto meno con riferimento agli aspetti legati alla sicurezza informatica e ai servizi di *post-trading*.

Nello specifico, si evidenzia come sia necessaria una differenziazione con riferimento ai due modelli di piattaforme, dal momento che gli *exchanges* centralizzati devono essere chiamati ad offrire agli investitori un maggiore livello di protezione relativamente all'implementazione e mantenimento di misure di sicurezza e di resilienza tecnologica del sistema, al fine di prevenire e gestire eventuali attacchi informatici. Tali misure possono essere rappresentate, ad esempio, dall'effettuazione di test

periodici di verifica e di penetrazione del sistema per il controllo del livello di *cybersecurity*, dall'implementazione di sistemi di autenticazioni degli utenti del tipo "*two-factor*", dalla creazione di "*whitelists*" degli indirizzi IP degli utenti, dall'utilizzo di "*off-line storages*" e "*multi-signature wallets*", etc. Si ritiene inoltre opportuno che venga prevista l'implementazione, da parte delle piattaforme centralizzate, di misure atte ad offrire agli investitori strumenti a garanzia della restituzione dei loro fondi nel caso (come purtroppo già avvenuto in passato) di attacchi informatici, così come di misure atte a garantire la separazione e segregazione dei fondi degli utenti dai fondi dell'*exchange*.

Q13: Quali caratteristiche dovrebbe avere la *blockchain* al fine di garantire un adeguato livello di sicurezza del registro distribuito su cui le cripto-attività vengono registrare e trasferite?

A13: Codesta Spettabile Autorità, in chiusura del paragrafo 4 del Documento per la Discussione, sottolinea come "*sarebbe opportuno prevedere che i sistemi di scambio in parola siano dotati di regole e procedure idonee per l'accesso e l'identificazione dei partecipanti in modo tale da rendere inutilizzabili – da parte dei relativi organizzatori che sono responsabili dei processi di ammissione – tecnologie basate su registri distribuiti nella forma c.d. permissionless (ossia con accesso libero anche anonimo) per gli aspetti relativi alla gestione dei processi di scambio e di trasferimento delle cripto-attività sul registro medesimo*".

A tale riguardo si ritiene che la citata proposta di escludere l'utilizzo di *blockchain* ad accesso libero (c.d. *permissionless*) per la gestione degli scambi e del trasferimento delle cripto-attività – il che comporterebbe, ad esempio, l'esclusione della piattaforma Ethereum, una delle più diffuse su scala globale – sia con ogni probabilità frutto di un *misunderstanding*.

Codesta Spettabile Autorità, difatti, sembra operare un collegamento automatico tra la libertà di accesso (caratteristica principale dei registri distribuiti cc.dd. *permissionless*) e l'anonimato degli utenti, da cui deriverebbe a cascata l'impossibilità di una loro identificazione (profilo che, in effetti, genererebbe non pochi problemi, soprattutto dal punto di vista del rispetto della normativa antiriciclaggio). Come evidenziato anche da altri Autori, le *blockchains permissionless* utilizzate dagli *exchanges* permettono comunque l'identificazione degli utenti. Non ha pertanto fondamento – al paventato scopo, di per sé assolutamente condivisibile, di permettere l'identificazione degli investitori – l'esclusione dell'utilizzo di tali tecnologie, che, come visto, rappresentano la quasi totalità delle tecnologie a registro distribuito sulle quali vengono attualmente scambiate e trasferite le criptovalute.

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?

A14: Si ritiene condivisibile la proposta di prevedere un regime opzionale ("*opt-in*") di applicazione della nuova normativa per quanto concerne l'iscrizione nel registro dei sistemi di scambi di cripto-attività, in modo che – come altresì previsto per la fase di emissione di cripto-attività – sia rimessa agli organizzatori di sistemi di scambi di cripto-attività la decisione di domandare o meno l'iscrizione nell'apposito registro tenuto dalla Consob.

DWF LLP Italian Branch
Via dei Bossi 6 20121 Milano Italy
T (+39) 02 3031 7999 F (+39) 02 3031 7987 www.dwf.law

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?**

A15: Chi scrive ritiene assolutamente condivisibile la previsione di un regime transitorio che consenta, con riferimento ai *token* già emessi alla data di emanazione dell'eventuale futuro quadro normativo sulle offerte e gli scambi di cripto-attività, la prosecuzione degli scambi dei *token* sopracitati.

Quanto alla condizione affinché possano essere proseguiti detti scambi, ossia che l'organizzatore del sistema registrato presso la Consob abbia previamente verificato la sussistenza e la pubblicità di adeguate informazioni per gli investitori, sorge il dubbio se tale regime transitorio, nelle intenzioni di Codesta Spettabile Autorità, si debba intendere applicabile soltanto qualora i *token* già emessi siano scambiati su sistemi registrati, e non anche su sistemi non registrati. Dalla lettura del Documento per la Discussione e del Quesito n. 15, difatti, parrebbe che gli scambi di *token* già emessi alla data di emanazione della eventuale futura normativa possano proseguire "*in via transitoria*" solamente su sistemi di scambi registrati presso l'Autorità.

* * *

Con osservanza.

Avv. Giovanni Cucchiarato