D'ARGENIO POLIZZI E ASSOCIATI
STUDIO LEGALE

avv. Matteo Massimo D'Argenio
avv. Andrea Polizzi
avv. Roberto Pirotta
avv. Federica Borioli
avv. Alessandra Lucchini
avv. Laura Troiano
avv. Lucia Buraggi
avv. Claudia Spriano
avv. Giuseppe Paternò Di Sessa
avv. Sara Maria Mocchetto
dott. Erik Haxho
dott. Umberto Verri
dott. Federico Cappellini
dott.ssa Claudia Comi
dott.ssa Martina Arrigoni
dott. Nicolò Francesco Zanetta

Of Counsel
avv. Savino Casamassima

Milano, 5 giugno 2019

Alla cortese attenzione di
CONSOB

Oggetto: *osservazioni in merito al documento per la discussione - Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività - [Initial offers and trade in cripto activities]*

PREMESSA

I commenti di cui alla presente comunicazione relativi al "*Documento per la Discussione*" emesso da Codesta Autorità in data 19 marzo 2019, sono trasmessi dallo scrivente Studio Legale D'Argenio Polizzi e Associati con riferimento agli aspetti legali e regolamentari impattati, quindi con esclusione dei numerosi aspetti tecnico-informatici, anche connessi alla sicurezza, e sono basati sull'assunto che vi sia una volontà da parte di Codesta Autorità di formalizzare al mercato linee guida in materia, ovvero di disciplinare la materia con una normativa secondaria di natura regolamentare.
Si precisa, inoltre, che lo scrivente Studio ha partecipato all'Incontro Pubblico del 21 maggio u.s. tenutosi presso l'Università Bocconi e che quanto sotto è anche frutto di un confronto con la propria clientela proveniente dal settore.

A tal fine, si ritiene necessario evidenziare preliminarmente una richiesta di chiarimenti emersa frontalmente nel succitato Incontro Pubblico del 21 maggio e, di seguito, conformemente alla struttura del "Documento per la Discussione" (di seguito, il "Documento"), si raggruppano i quesiti in tre sezioni, al fine di fornire le proprie osservazioni con il medesimo ordine elaborato da Codesta Autorità.

*** * ***

In primo luogo, soprattutto alla luce del succitato Incontro Pubblico del 21 maggio u.s., è opportuna una preliminare richiesta di chiarimenti metodologica. Infatti, Codesta Autorità all'incontro ha più volte menzionato l'esigenza di una normativa primaria che implicitamente è apparso come una considerazione finalizzata ad evidenziare che non verrà emanata alcuna regolamentazione secondaria fino al momento in cui il legislatore primario non si sarà espresso. Dall'altra parte, nel medesimo incontro autorevoli "intervenienti" hanno evidenziato come già l'attuale normativa contenga elementi in base ai quali una regolamentazione secondaria potrebbe essere indirizzata al mercato, ad esempio in coerenza con le previsioni dell'art. 18, quinto comma, del TUF e dell'art. 100, secondo comma, del TUF. A questo proposito riteniamo importante che, successivamente alla data fissata del 5 giugno 2019 per i commenti al Documento, codesta Autorità formalizzi una propria posizione chiara sul quadro delle fonti normative che ritiene debba essere destinato a disciplinare la materia, con particolare riferimento al rapporto tra normativa primaria e normativa secondaria.

*** * ***

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 prossimo documento?

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 critpo-attività in appositi sistemi di scambi?

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)?

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)?

OSSERVAZIONI

Relativamente al **quesito n. 1**, si condivide la definizione di cripto-attività di cui al Riquadro 1, ma si ritiene che sia particolarmente restrittiva e debba essere dettagliato ed ampliato un aspetto espressamente citato nel Documento, ma non sviluppato, che si auspica possa essere oggetto di specifiche linee guida.
In dettaglio, nel Riquadro 1 il documento si riferisce espressamente alla circostanza che da un punto di vista regolamentare i *token* incorporano "*i diritti dei soggetti che hanno investito con l'obbiettivo del finanziamento del progetto imprenditoriale sottostante*" ed hanno una trasferibilità "*strettamente connessa con la tecnologia impiegata, ovvero con la sua capacità di registrare e mantenere l'evidenza della titolarità dei diritti connessi … (omissis)*".
In sostanza, risulta evidente che lo strumento tecnologico *token* non è mai finalizzato a rappresentare un rapporto "astratto", avulso dal contesto in cui si inserisce ed autonomo, ma altro non è che uno

strumento rappresentativo di uno o più diritti sottostanti che in quanto tali devono essere chiari e tangibili per l'investitore/sottoscrittore.
In questo senso, vi sono numerosi esempi nel mercato Europeo, autorizzati dalle relative autorità finanziarie, come ad esempio in Austria, dove è stato autorizzato un prospetto in cui l'emittente collocava *token* di investimento aventi come diritto sottostante uno strumento partecipativo azionario, debitamente formalizzato nello statuto sociale della società emittente stessa (vedi https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf) oppure in Germania, dove sempre attraverso l'emissione di un *token* di investimento, il diritto sottostante consisteva in uno strumento obbligazionario (vedi www.bitbondsto.com/files/bitbond-sto-prospectus.pdf).
Da questo punto di vista, tuttavia, il riferimento ad un sottostante avente come caratteristica esclusiva un'attività "*imprenditoriale*" appare eccessivamente restrittivo in quanto, pur escludendo volutamente in questo modo la categoria dei c.d. *pure commodity token*, rischia di escludere altresì possibili categorie indirettamente riferibili ad un'attività imprenditoriale oppure ad un progetto in forma, ad esempio, di strumento derivato.
Inoltre, un documento regolamentare che chiarisca la relazione tra una disciplina di cui alla emissione e negoziazione dei *token*, con gli obblighi derivanti dall'applicazione della disciplina applicabile al rapporto sottostante sarebbe utile, a cominciare, a titolo meramente esemplificativo, da MiFIDII/MiFIR (vedi pag. 12 del Documento).
A questo proposito, nel corso dell'incontro pubblico si sono ipotizzate, da vari punti di vista, fonti normative a cui la Consob potrebbe attingere nella predisposizione di un documento normativo. In particolare, l'art. 100, secondo comma, e l'art. 18, quinto comma, del TUF sembrerebbero consentire di disciplinare la questione in modo ampio, identificando una struttura normativa *ad hoc* ed evitando i rischi di abusivismo che una mancata disciplina rischia di comportare.

Relativamente al **quesito n. 2**, si condivide il riferimento alla centralità del progetto imprenditoriale, se intendiamo per tale un progetto avente scopo di lucro, ma come già menzionato relativamente al quesito precedente, si ritiene che tale aspetto, probabilmente sufficiente nell'ambito del *crowdfunding*, relativamente alla cripto-attività possa essere più ampio e possa altresì avere come sottostante anche una valorizzazione sotto forma di strumento "derivato" (ad es. il valore di un immobile nel tempo oppure il valore di un titolo avulso dal diritto di proprietà sul medesimo).

Per quanto riguarda il **quesito n. 3**, la definizione appare sufficientemente chiara ad escludere le fattispecie di *pure commodity-token*, quindi prive di quelle caratteristiche di natura finanziaria di interesse regolamentare ai fini di questo documento. Tale distinzione, peraltro, sarebbe ancor più chiara nel momento in cui la disciplina obbligasse ad una piena *disclosure* sulle caratteristiche dei diritti sottostanti al *token* vs la definizione regolamentare di prodotto/strumento finanziario (ad es. attraverso un prospetto).

In relazione, da ultimo, al **quesito n. 4** si condivide un'assenza di soglia quale regola per l'ingresso o ai fini di maggiori presidi.

* * *

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 ad eventuali ragioni di contrarietà.

Q6: Si condivide la proposta di estendere lo svolgimento dell'attività di gestione di piattaforme per le offerte di critpo-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)?

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?

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?

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

OSSERVAZIONI

In relazione ai Riquadri 2 e 3 del Documento ed ai quesiti dal n. 5 al n. 9, lo scrivente Studio condivide preliminarmente l'approccio con cui Codesta Autorità è favorevole a consentire ai soggetti già autorizzati allo svolgimento dell'attività di gestione di portali per il *crowfunding* di estendere la propria attività anche alle offerte di cripto-attività, a condizione che le due attività vengano tenute formalmente e sostanzialmente distinte.
Da una parte è evidente, infatti, che si tratta di attività attinenti sia da un punto di vista "meramente" tecnologico, che di approccio con l'investitore; dall'altra, tuttavia, l'attività connessa alla promozione di offerte di cripto-attività presuppone l'esistenza di un'organizzazione, con particolare riferimento all'attività di scambio, relativamente alla quale si condivide anche l'esigenza di elaborare una normativa *ad hoc*, con la predisposizione di requisiti e presidi organizzativi specificamente individuati.

In particolare, sul **quesito n. 5**, in aggiunta a quanto sopra esposto, lo scrivente Studio ritiene che l'attività di gestione di una piattaforma di *crowfunding* sia assolutamente sinergica rispetto alla gestione di una piattaforma connessa con la promozione di offerte di cripto-attività relativamente ad aspetti tecnologici e gestione dei processi interni e quindi non avrebbe senso creare una sorta di attività "riservata" che crei un'incompatibilità tra le 2 aree. Una differenza sostanziale, invece, che è stata colta nel Documento, è costituita dai presidi a tutela degli investitori, che nella gestione del *crowfunding* sono sostanzialmente delegati ai singoli proponenti, mentre per quanto riguarda le piattaforme dedicate al collocamento e lo scambio di cripto-attività correttamente il Riquadro 3 del Documento afferma che "*andrebbe … richiesta l'implementazione di un apparato informativo, procedurale, organizzativo e di controllo, strutturato e adeguato rispetto ai rischi … nell'ottica della tutela degli investitori*". A questo proposito lo Scrivente Studio ritiene debba essere colto il suggerimento emerso in sede di Incontro Pubblico e debba essere consentito alle piattaforme di elaborare forme di auto-regolamentazione, magari sottoposte ad approvazione dell'Autorità di Vigilanza e nell'ambito di specifiche e generali linee guida.

Relativamente al **quesito n. 6**, si condivide pienamente la proposta in quanto le 2 attività possono essere cumulate, come sopra meglio specificato, ma tale possibilità non può costituire un obbligo.

Per quanto riguarda il **quesito n. 7**, si condivide pienamente l'approccio "regolamentare" finalizzato ad identificare le condizioni autorizzative allo svolgimento di attività di gestione di portali, come pure la previsione di un regime di *opt-in* che, come nel modello applicato in Francia, preveda anche la possibilità di un regime non regolamentato e di offerte non formalmente autorizzate.
Lo scrivente Studio ritiene che questo punto sia di rilevanza centrale, in quanto la corretta previsione di un regime regolamentato in cui "*i soggetti che gestiscono le piattaforme richiedano ai soggetti che emettono le cripto-attività tutte le informazioni necessarie affinché i potenziali investitori possano valutare compiutamente gli investimenti proposti …* " ed in cui … "*(u)lteriori elementi di dettaglio potrebbero essere individuati per garantire la continuità e la sicurezza informatica dell'operatività della piattaforma*…" deve identificare quel potenziale punto di equilibrio tra la tutela degli investitori e l'assoluta necessità di evitare di appesantire di costi ed attività burocratiche chi scelga il regime regolamentato.
In sintesi, il regime di *opt-in* dovrà avere sia per le piattaforme che per gli investitori profili di convenienza non soltanto, ovviamente, dal punto di vista della sicurezza, ma anche per gli aspetti di normazione che riesca a mettere assieme una serie di obblighi regolamentari, magari in fase di ingresso, con processi di offerta e scambio che possano quindi essere maggiormente agevoli e "snelli" (oltre che sicuri) rispetto ad un regime non regolamentato a cui si applicherebbe interamente la normativa sugli strumenti finanziari (ad es. con l'esenzione di un obbligo di prospetto in fase di collocamento).

Relativamente al **quesito n. 8**, si condivide in principio quanto contenuto nel Riquadro n. 4 del Documento, ovvero l'identificazione di un sistema "guida" per l'offerta e lo scambio di cripto-attività, soggetto a regolamentazione e vigilanza; ai fini di sicurezza, si predilige inoltre un sistema "chiuso" rispetto ad un sistema "aperto".
Si ritiene, inoltre, che i requisiti richiesti dalla normativa (vedi Riquadro 5 del Documento) debbano essere tali da minimizzare il rischio di proliferazione e frammentazione di piattaforme per le offerte di scambio della cripto-attività con un conseguente rischio di calo di efficienza dell'intero sistema, oltre che di polverizzazione della liquidità sul mercato.

Per quanto riguarda il **quesito n. 9** e relativamente all'ambito regolamentato, il Documento nel Riquadro 3 riconosce che possano emettere cripto-attività "*società, persone fisiche o* networks *di sviluppatori di prodotti*". Ebbene, in primo luogo su questo punto specifico si pone la questione preliminare già menzionata in precedenza se la cripto-attività deve fare sempre riferimento esclusivamente ad un'attività imprenditoriale (vedi Riquadro 1 del Documento) o se possa altresì avere come sottostante anche una valorizzazione sotto forma di strumento "derivato" (ad es. il valore di un determinato *asset* nel tempo).
Chiarito questo punto fondamentale ed immaginando, coerentemente con quanto affermato in precedenza, un sistema regolamentare non penalizzante, si ritiene che i requisiti minimi debbano essere basati su 2 criteri, ovvero le caratteristiche oggettive del soggetto emittente ed una proporzionalità tra queste e le caratteristiche della cripto-attività oggetto di emissione, sotto il profilo quanti-qualitativo e di rischio. Pertanto, nel caso delle persone fisiche o dei *networks* di sviluppatori di prodotti, si ritiene la definizione generica e non sufficientemente solida per garantire un pieno rispetto regolamentare. A questo proposito, Codesta Autorità vorrà valutare di fornire indicazioni, con il suggerimento che per le persone fisiche potranno assumere rilevanza anche i requisiti di onorabilità e professionalità, come nel caso delle società una proporzione tra capitalizzazione ed oggetto dell'investimento in cripto-attività.

* * *

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 *crypro-asset*?

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?

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 di 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?

Q15: In connessione con l'eventuale introduzione di un regime speciale per l'emissione e la circolazione delle cripto-attività, con l'obbiettivo 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?

OSSERVAZIONI

Relativamente al **quesito n. 10**, si condivide pienamente la definizione di cui al Riquadro 4 del Documento.

Allo stesso modo, relativamente ai **quesiti nn. 11 e 12**, i requisiti individuati del Riquadro 5 del Documento, appaiono potenzialmente idonei alla realizzazione di un regolamento efficiente e sicuro delle contrattazioni, fermo restando che tale affermazione potrà essere confermata solo successivamente al momento in cui tali requisiti, indicati nel Documento a livello di mero principio, saranno poi declinati e dettagliati in un regolamento *ad hoc*.

Per quanto riguarda il **quesito n. 13**, si condivide pienamente quanto affermato da Codesta Autorità nell'ambito dell'Incontro Pubblico del 21 maggio u.s., ovvero che solo le piattaforme *blockchain* c.d. *permissioned* possono fornire garanzie di rispetto della normativa, soprattutto in ambito *privacy* ed antiriciclaggio.

Relativamente al **quesito n. 14**, si condivide la scelta di inserire un meccanismo di "*opt-in*" si comprende riservato ad un sistema di piattaforme autorizzato e vigilato, con cortese richiesta di indicare linee guida per il corretto adempimento degli obblighi MiFID da parte dei medesimi soggetti.

Per quanto riguarda, da ultimo, il **quesito n. 15**, si ritiene opportuna la previsione di un sistema transitorio così come delineato.

* * *

Alla luce di quanto esposto, si ringrazia Codesta Autorità per l'opportunità fornita in sede di emissione del Documento e si resta in attesa di indicazioni sotto forma di linee guida o regolamentazione in materia.

Avv. Andrea Polizzi

Avv. Savino Casamassima