Prof. Gianfranco d'Atri – Professore di informatica economico finanziaria, Università della Calabria
Avv. Guido Befani – Dottore di Ricerca in Impresa, Stato e Mercato, Prof. a contratto Università della Calabria.
Dott.ssa Stella d'Atri – Dottore Commercialista, Ordine di Milano
Prof. Danilo Pappano - Professore di Diritto amministrativo, finanza pubblica e contabilità di Stato, Università della Calabria
Dott. Gerardino Garri' – CEO, Blockchain Lab Srl

OSSERVAZINI IN MERITO ALLA CONSULTAZIONE CONSOB RELATIVA A " LE OFFERTE INIZIALI E GLI SCAMBI DI CRIPTO-ATTIVTIA"

Cosenza, 5 Giugno 2019

Spettabile
CONSOB

Divisione Strategie Regolamentari

Via G. B. Martini, n. 3

00198 ROMA

Egregi signori,

trasmettiamo qui di seguito le osservazioni su alcuni argomenti del documento consultivo in merito alle offerte iniziali e gli scambi di cripto-attivita'.

Le considerazioni qui sotto riportate sono state redatte grazie al contributo di vari professionisti, che hanno analizzato le tematiche evidenziate dal documento consultivo alla luce delle loro diverse professionalita' (es. legale, comunicazione, governance) ed esperienza sul tema blockchain e cripto-attività.

Autorizziamo fin d'ora la pubblicazione della presente relazione ai fini della consultazione.

Cordiali Saluti

Prof. Gianfranco d'Atri
Avv. Guido Befani
Dott.ssa Stella d'Atri
Prof. Danilo Pappano
Dott. Gerardino Garri'

Premesse

Nel fornire articolate risposte ai quesiti, si intende delineare innanzitutto il contesto tecnico, attuale e prospettico, rispetto al quale il "fenomeno" delle denominande criptoattività emerge.

1. La sempre più ampia disponibilità di banda di trasmissione e di capacità di archiviazione (e velocità di trattamento) rende fattibile nuove forme di rappresentazione, di distribuzione ed utilizzo di dati su larga scala - anche extraplanetaria - , pur con eventuale origine/attivazione in determinate aree geografiche.
2. Le criptovalute , che paiono essere l'applicazione della blockchain che sollecita l'intervento del regolatore - con il parziale distinguo token, utility...-, sono solo una particolare, e storicamente di successo, applicazione delle tecnologie emergenti.
3. Le diverse proposte offerte dal mercato presentano caratteristiche già oggi fondamentalmente diverse, e lasciano intravedere modelli completamente nuovi.
4. I limiti tecnologici, di affidabilità e diffusione della rete e del potere di calcolo (con particolare riguardo alle tecnologie del calcolo parallelo e della Intelligenza Artificiale) diventano per le "criptoattività" elementi sostanziali in quanto , al contrario di altri prodotti, finanziari o meno, e altre forme contrattuali e di scambio, gli stessi esistono ab origine unicamente in rete; non sono solo "rappresentazioni digitali ".

A questo punto, sono elementi discriminanti le diverse tipologie di applicazione dei Distributed Ledger:

- i meccanismi di autenticazione (ad esempio le proof of work, stake, reputation..)
- le regole di partecipazione per i differenti stakeholder (ad esempio minatori, utenti e terze parti) nei vari modelli di interazione (ad es. reti pubbliche , private o mix)
- la articolazione geografica e relazionale dei diversi nodi delle reti, con particolare riferimento al numero di nodi attivi.
- la Governance della blockchain (o del prodotto su essa costruito, ad esempio il token), non solo quella protocollare digitale , ma quella di contesto. In tale ottica, assumono rilevanza le organizzazioni formali o informali che "controllano" de facto le blockchain. Fenomeno assolutamente rilevante è il cosiddetto forking.

Volendo sottolineare alcune caratteristiche fondamentali degli utilizzi delle Blockchain , che sono alla base del valore economico eventualmente associato al valore digitale trasmissibile o scambiabile , riteniamo evidenziare:

- certificazione temporale di accadimento
- registrazione immutabile e condivisa
- esecuzione automatica

Rispetto a tali usi, nei contesti più diversi, assumono rilevanza il fine dichiarato, il fine effettivo, la eventuale efficacia e il possibile utilizzo incoerente (da parte di stakeholder non previsti, malevoli o meno).

Rimarchiamo ,infine, due aspetti specifici che richiedono ulteriori approfondimenti

- L'esistenza sulla rete di agenti autonomi (ad esempio Smart contract) non controllabili.
- L'associazione automatica ad uno scambio dell'esecuzione di funzioni non solamente valoriali, a seguito dell'interfacciamento delle blockchain con i dispositivi IOT.

Osservazioni generali

I quesiti sottoposti a consultazione non paiono catturare o tenere comunque conto delle problematiche evidenziate in premessa, ma risultano funzionali ad affrontare un problema eventualmente emergenziale legato allo specifico momento storico. Segnaliamo quindi i rischi di una regolamentazione al di fuori di un quadro normativo chiaro e completo , a sua volta basato su una comprensione tecnica e non solo fenomenologica.

Segnaliamo altresì che non paiono pienamente valutati (nei quesiti) gli aspetti critici sollevati da Banca d'Italia nel documento 484 del marzo 2019.

La definizione di "criptoattività ", data per assodata nella emanazione del documento, meriterebbe un approfondimento, anche in funzione della connotazione negativa del prefisso "cripto" che non necessariamente rinvia alla natura matematica (cristologia) delle funzioni sottostanti gli algoritmi operativi.

Inoltre, la questione che appare la più dirimente, è collegata ai processi comunicativi legati all'Exchange delle criptovalute e alle ICO. Mentre per le aziende quotate in borsa e per i prodotti finanziari le comunicazioni devono seguire alcune regole, queste non sono stabilite per quanto riguarda i mercati virtuali. Visto che le ricerche mostrano una correlazione fra volatilità dei valori delle criptocurrency e processi comunicativi in rete, per rendere più affidabile l'investimento, questo aspetto richiede una normativa ad hoc. Nel prospetto CONSOB non se ne fa cenno. Cio' e' cruciale poiche' la comunicazione è un processo che in prima istanza tutela quegli investitori a cui si fanno molti riferimenti nel documento.

Risposte alle domande formulate nel Documento per la Discussione del 19 marzo 2019

A. 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?

No. La definizione proposta non "cattura" le specificità rilevanti delle cripto-attività perché non ne fornisce alcuna connotazione giuridico-sistematica, anzi rischia di creare ulteriore confusione e "imbarazzo" ermeneutico all'interprete.

Dal punto di vista giuridico, infatti, le criptovalute (o cripto-attività) non sono assimilabili in alcun modo né ai prodotti finanziari, né tantomeno alla categoria degli strumenti finanziari. Allo stato attuale dell'incerto quadro normativo, pertanto, le cripto-attività devono essere ricomprese nell'alveo dell'art. 810 del Codice Civile come "beni", con tutto ciò che ne consegue in termini di regolazione di mercato.

Al contrario, qualora si aderisse alla teoria della natura di strumento finanziario, ne deriverebbe la paradossale conseguenza che, per sollecitare ad aderire all'offerta di criptovalute, sarebbe necessaria la preventiva comunicazione alla Consob e la pubblicazione di un apposito prospetto informativo, così come previsto dagli artt. 94, comma 1 e 191 del TUFIN.

Inoltre, si risolverebbe in una pericolosa analogia antigiuridica l'applicabilità dell'art. 166 dello stesso TUFIN che, come è noto, sanziona penalmente[1] chiunque, senza esservi abilitato, svolga servizi o attività di investimento ovvero offra fuori sede, ovvero promuova o collochi mediante tecniche di comunicazione a distanza "prodotti finanziari o strumenti finanziari o servizi o attività di investimento".
Ad analoghe considerazioni deve giungersi con riferimento all'eventuale applicabilità delle disposizioni del Testo unico bancario sulla raccolta di risparmio, tassativamente vietata e sanzionata penalmente per i soggetti diversi dalle banche e legislativamente intesa come "l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma".
A parte ogni altra considerazione sulle eventuali esenzioni in cui far rientrare le ICO nell'alveo dei commi 2-*bis*[2] e 2-*ter*[3] dell'art. 11 del TUB, appare dirimente una considerazione di tipo sostanziale sull'effettiva operazione oggetto di offerta.
Attraverso una *initial coin offering*, infatti, il soggetto promotore realizza una forma "alternativa" di finanziamento per le proprie attività, per lo più connesse alla tecnologia *blockchain*; si tratterebbe nella sostanza di una sorta di *crowdfunding* delle valute virtuali, in cui verrebbe emessa una "rappresentazione di valore digitale" nella forma di *token* o di *coin*, in cambio di un corrispettivo in valuta ufficiale o (altra) criptovaluta.
Sebbene i rischi di queste nuove modalità di raccolta di risorse abbiano focalizzato l'attenzione prudenziale di varie autorità di vigilanza[4], allo stato attuale della legislazione manca una disciplina *ad hoc* che possa vincolare le piattaforme di scambio agli obblighi informativi previsti in tema di prestazione di servizi finanziari.
Risalendo infatti alla reale consistenza dell'operazione, si percepisce che la vera portata pratico-operativa delle *ICO* consiste nel permettere di finanziare progetti attraverso la "vendita" di una criptovaluta ancora inesistente, che sarà generata proprio grazie allo sviluppo della tecnologia oggetto del finanziamento.
Chiarito questo, il problema dell'incerta natura giuridica qui gioca un ruolo decisivo, perché esiste già una normativa teoricamente applicabile in materia di finanziamenti diffusi, laddove appare chiaro il rimando al fenomeno del c.d. *equity crowdfunding* così come è disciplinato dall'art. 100-*ter* del TUFIN, ai sensi del quale le offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali possono avere ad oggetto "soltanto" la sottoscrizione di "strumenti finanziari" emessi dalle piccole e medie imprese, dalle imprese sociali e dagli organismi di investimento collettivo del risparmio o da altre società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese.

---

1 Con la reclusione da uno a otto anni e con la multa da euro quattromila a euro diecimila.

2 Sulla ricezione di fondi connessa all'emissione di moneta elettronica.

3 Sulla ricezione di fondi da inserire in conti di pagamento utilizzati esclusivamente per la prestazione di servizi di pagamento.

4 Significativa al riguardo è la presa di posizione della European Securities and Markets Authority di novembre 2017 (Esma 50-157-828) in cui invita gli emittenti a valutare se le proprie attività potessero rientrare o meno nella Direttiva Prospetto, nella Mifid, nella Aifmd ovvero nella IV Direttiva Antiriciclaggio. In particolare la Direttiva 2003/71/CE ha lo scopo di garantire che le informazioni fornite agli investitori da parte delle società che raccolgono capitali nella Ue siano adeguate, richiedendo la pubblicazione preventiva di un prospetto approvato dalla Consob, prima dell'offerta di valori mobiliari e prodotti finanziari al pubblico.

Premesso che nell'interpretazione quivi proposta le criptovalute non rientrano nella nozione di prodotto o strumento finanziario, restando altresì escluse dall'applicazione generalizzata del sistema MiFID II di cui all'omonima Direttiva 2014/65/EU, occorre rilevare come, per fare maggiore chiarezza sul punto, la Consob abbia espressamente inteso, con apposto regolamento[5], che nella nozione di "strumenti finanziari" ai fini del *crowfunding* vi rientrino solamente le azioni e le quote rappresentative del capitale sociale o degli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio, oggetto delle offerte al pubblico condotte attraverso portali per la raccolta di capitali di rischio[6].
Pertanto, l'eventuale estensione analogica della disciplina del c*rowdfunding* al fenomeno delle criptovalute sarà in concreto fattibile solo qualora i soggetti offerenti rispondano a tutti i requisiti previsti da quella specifica normativa e a condizione che offrano in contropartita degli strumenti finanziari in "aggiunta" alle future criptovalute da sviluppare. In caso contrario, la semplice operazione di "sottoscrizione" con capitali reali ovvero di altra valuta virtuale in cambio di criptovaluta non ancora esistente, attesa l'equiparazione delle stesse alla categoria civilistica dei beni, dovrà rientrare *iure condito* (e per forza di cose) nella disciplina della vendita di cosa futura di cui all'art. 1472 del Codice Civile e, soprattutto, attesa l'evidente aleatorietà della riuscita dell'impresa, qualora le parti non abbiano voluto concludere un contratto aleatorio, la vendita sarà da considerarsi nulla, se la "cosa" non dovesse venire ad esistenza.
A ogni buon conto, in attesa di una qualche minima forma di intervento istituzionale, per risolvere le inevitabili incertezze derivanti da questa tipologia di raccolta, occorrerà fare riferimento all'operazione economica che ne è alla base: il vero oggetto delle ICO, infatti, altro non è che il godimento della criptovaluta da generare, scommettendo sul suo valore futuro e tale operazione ben può rientrare nell'ambito degli "investimenti di consumo" e più in generale nella disciplina prevista dal Codice del consumo di cui al d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206.
Le criptovalute, infatti, possono essere già ricomprese nella nozione di "prodotto" di cui all'art. 3, comma 1 lett. e) del Codice, laddove si intende "qualsiasi prodotto destinato al consumatore, anche nel quadro di una prestazione di servizi, o suscettibile, in condizioni ragionevolmente prevedibili, di essere utilizzato dal consumatore, anche se non a lui destinato, fornito o reso disponibile a titolo oneroso o gratuito nell'ambito di un'attività commerciale, indipendentemente dal fatto che sia nuovo, usato o rimesso a nuovo".
La riscontrata assenza di materialità in capo alle criptovalute non rappresenta certo un ostacolo all'equiparazione con i "prodotti" che seppur lascerebbero intendere, comprensibilmente, un qualche richiamo alla tradizione industriale-manifatturiera, l'aver normativamente inteso il "produttore" come il fabbricante del bene o il fornitore del servizio (o un suo intermediario) questa categoria concettuale ben può estendersi alle criptovalute che, spesso e volentieri, sono state già acquistate da privati cittadini qualificabili come "consumatori".
Inoltre, l'interpretazione di una simile operazione in termini di "investimento di consumo" troverebbe un già substrato concettuale formulato dalle autorità di vigilanza su cui fare riferimento.

---

5 Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line Adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013, così come aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 20264 del 17 gennaio 2018.

6 Sulle problematica sollevate dal *crowdfunding* si veda E. Macchiavello, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding* in Italia, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1-2018, fasc. 1, p 63-98; A. Laudonio, *Le altre facce del "crowdfunding"*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2-2017, pt. 1, p 261-331.

Già la Consob, con la comunicazione DTC/13038246 del 6 maggio 2013, ancorché resa in merito alle operazioni di acquisto di diamanti, ha ritenuto che rientrasse nell'investimento di consumo anche "la spesa essenzialmente finalizzata al godimento del bene", cioè quella propriamente dedita a "trasformare le proprie disponibilità in beni reali idonei a soddisfare in via diretta i bisogni non finanziari del risparmiatore", precisando altresì che, ancorché effettuata con l'intento speculativo, "l'eventuale provento percepito con la (proficua) rivendita del bene rappresenta solo una delle possibili modalità di godimento del bene stesso da parte del proprietario" perché "sebbene la *res* materiale possa apprezzarsi (o anche deprezzarsi) per effetto dell'andamento delle quotazioni del bene nel tempo, tale circostanza non è di per sé sufficiente per affermare che l'eventuale apprezzamento del bene in parola possa *de facto* costituire una forma di rendimento di natura finanziaria".
A giudizio della Consob, pertanto, ciò che rileverebbe (ai fini dell'individuazione dell'investimento di natura finanziaria) "è piuttosto l'effettiva e predeterminata promessa, all'atto dell'instaurazione del rapporto contrattuale, di un rendimento collegato alla *res*" senza che assuma alcun rilievo "l'eventuale rappresentazione da parte del preponente, in sede di promozione dei contratti in esame, della performance registrata dai diamanti in un determinato intervallo temporale".
Inoltre, l'AGCM risulta già essere intervenuta per inibire, reprimere e sanzionare le "pratiche commerciali scorrette" dei soggetti che promettevano un notevole ritorno economico dalle operazioni di acquisto di criptovalute[7].
Come logica conseguenza dello stato attuale di vuoto regolamentare, pertanto, non sembrerebbe avere alcun riscontro sistematico la riconoscibilità in capo a Banca d'Italia[8] e Consob di un potere di intervento diretto sul fenomeno delle criptovalute[9]. Certo è che, se un soggetto dovrà

---

7 Si veda al riguardo il Provvedimento n. 26308 del 21 dicembre 2016 pubblicato sul bollettino dell'Autorità n. 47/2016 del 2 gennaio 2017 217.

8 L'art. 129 del TUB, infatti, prevede che la Banca d'Italia possa richiedere a chi emette od offre strumenti finanziari delle "segnalazioni periodiche, dati e informazioni a carattere consuntivo riguardanti gli strumenti finanziari emessi od offerti in Italia, ovvero all'estero da soggetti italiani, al fine di acquisire elementi conoscitivi sull'evoluzione dei prodotti e dei mercati finanziari".

9 A ogni buon conto, in via cautelare la Consob è comunque intervenuta a più riprese per contrastare i fenomeni di sospetta elusione del TUFIN, in merito a società che offrono investimenti in criptovalute. Al riguardo si veda la Delibera n. 20346 del 21 marzo 2018 - Ordine, ai sensi dell'art. 7-octies, comma 1, lett. b), del D.lgs. n. 58/1998 ("Tuf") di porre termine alla violazione dell'art. 18 del Tuf posta in essere tramite il sito internet www.coinoa.com; la Delibera n. 20536 del 25 luglio 2018 - Ordine, ai sensi dell'art. 7-octies, comma 1, lett. b), del D.lgs. n. 58/1998 ("Tuf") di porre termine alla violazione dell'art. 18 del Tuf posta in essere tramite il sito internet www.swisscci.com; la Delibera n. 19866 del 1° febbraio 2017 - Sospensione, ai sensi dell'art. 101, comma 4, lett. b), del D.lgs. n. 58/1998, dell'attività pubblicitaria effettuata tramite il sito internet www.coinspace1.com relativa all'offerta al pubblico promossa dalla Coinspace Ltd. avente ad oggetto "pacchetti di estrazione di criptovalute"; la Delibera n. 19968 del 20 aprile 2017 - Divieto, ai sensi dell'art. 101, comma 4, lett. c), del D.lgs. n. 58/1998, dell'attività pubblicitaria effettuata tramite il sito internet www.coinspace1.com relativa all'offerta al pubblico promossa dalla Coinspace Ltd. avente ad oggetto "pacchetti di estrazione di criptovalute"; la Delibera n. 20660 del 31 ottobre 2018 - Sospensione, ai sensi dell'art. 99, comma 1, lett. b), del d.lgs. n. 58/1998, dell'offerta al pubblico residente in Italia avente ad oggetto "token TGA", effettuata da Togacoin LTD anche tramite il sito internet https://togacoin.com, la Delibera n. 20693 del 14 novembre 2018 - Sospensione, ai sensi dell'art. 99, comma 1, lett. b), del D.lgs. n. 58/1998, dell'offerta al pubblico avente ad oggetto la moneta digitale denominata "Crypton"; la Delibera n. 20694 del 14 novembre 2018 -

comunque vigilare, questo non potrà che essere l'AGCM nell'ambito dei poteri di vigilanza prudenziale normativamente conferita dall'art. 27 del Codice del Consumo in materia di pratiche commerciali scorrette.

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?

SI, ma valgono le specifiche sub Q1. Laddove l'eventuale estensione analogica della disciplina del c*rowdfunding* al fenomeno delle criptovalute sarà in concreto fattibile solo qualora i soggetti offerenti rispondano a tutti i requisiti previsti da quella specifica normativa e a condizione che offrano in contropartita degli strumenti finanziari in "aggiunta" alle future criptovalute da sviluppare. In caso contrario, la semplice operazione di "sottoscrizione" con capitali reali ovvero di altra valuta virtuale in cambio di criptovaluta non ancora esistente, attesa l'equiparazione delle stesse alla categoria civilistica dei beni, dovrà rientrare *iure condito* (e per forza di cose) nella disciplina della vendita di cosa futura di cui all'art. 1472 del Codice Civile e, soprattutto, attesa l'evidente aleatorietà della riuscita dell'impresa, qualora le parti non abbiano voluto concludere un contratto aleatorio, la vendita sarà da considerarsi nulla, se la "cosa" non dovesse venire ad esistenza.

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)?

No. Al riguardo si vedano *per relationem* le argomentazioni sub. Q1 riprese sub Q2.

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

---

Sospensione, ai sensi dell'art. 101, comma 4, lett. b), del D.lgs. n. 58/1998, dell'attività pubblicitaria effettuata dal sig. Alessandro Brizzi tramite la propria pagina facebook relativa all'offerta al pubblico correlata all'acquisto della moneta digitale denominata "Crypton"; la Delibera n. 20720 del 28 novembre 2018 - Ordine, ai sensi dell'art. 7-octies, comma 1, lett. b), del D. lgs. n. 58/1998 ("Tuf") di porre termine alla violazione dell'art. 18 del Tuf posta in essere tramite il sito www.originalcrypto.com; la Delibera n. 20741 del 12 dicembre 2018 - Sospensione, ai sensi dell'art. 99, comma 1, lett. b), del D. lgs. n. 58/1998, dell'offerta al pubblico avente ad oggetto i contratti su "Bitsurge token" promossa sul sito www.bitsurge.io e sulla pagina facebook "Bitsurge Token"; la Delibera n. 20742 del 12 dicembre 2018 - Ordine, ai sensi dell'art. 7-octies, comma 1, lett. b), del D. lgs. n. 58/1998 ("Tuf") di porre termine alla violazione dell'art. 18 del Tuf posta in essere tramite il sito internet www.tradeu2.com; la Delibera n. 20786 del 22 gennaio 2019 - Divieto, ai sensi dell'art. 99, comma 1, lett. d), del d.lgs. n. 58/1998, dell'offerta al pubblico residente in Italia avente ad oggetto "token TGA", effettuata da Togacoin ltd anche tramite il sito internet https://togacoin.com; la Delibera n. 20814 del 14 febbraio 2019 - Divieto, ai sensi dell'art. 99, comma 1, lett. d), del D.lgs. n. 58/1998, dell'offerta al pubblico avente ad oggetto investimenti di natura finanziaria promossa dalla Cryptoforce Ltd; la Delibera n. 20815 del 14 febbraio 2019 - Divieto, ai sensi dell'art. 101, comma 4, lett. c), del D. lgs. n. 58/1998, dell'attività pubblicitaria effettuata dal sig. Alessandro Brizzi tramite la propria pagina facebook relativa all'offerta al pubblico avente ad oggetto investimenti di natura finanziaria promossa da Cryptoforce Ltd.

valore per esenzioni (riferite alle emissioni sotto soglia) oppure maggiori presidi (per le emissioni sopra soglia)?
No. Non è possibile condividerla per diverse ragioni di ordine sistematico.
La teorica soluzione proposta dallo schema CONSOB non sarebbe comunque lungimirante e rischierebbe solamente di compromettere la realtà di un mercato, nato con l'intento rivoluzionario di semplificare i pagamenti al di fuori dei circuiti classici di intermediazione istituzionale, ricorrendo con una evidente forzatura alla nota prassi della "dittatura delle scartoffie" e dei prospetti informativi. Questa soluzione, in altri termini, rischierebbe di tradursi in un inutile "paradosso valutario" in capo alle criptovalute perché queste, ideate proprio per scavalcare i meccanismi bancari e i costi di intermediazione, si troverebbero imbrigliate nel caotico *mare magnum* della normativa prudenziale in materia finanziaria, senza però avere alcun riscontro pratico di operatività concreta. In linea teorica, infatti, chiunque può emettere una propria criptovaluta e posizionarla a livello informatico sul mercato, così come i privati che al momento dispongono di criptovalute possono tranquillamente rimetterle sul mercato secondario.
L'applicazione incondizionata della normativa prudenziale e informativa, pertanto, non risolverebbe alla radice il problema a meno che, laddove in astratto fosse tecnicamente possibile, non si ponessero severi divieti alla generazione informatica di criptovalute da parte di soggetti estranei ai circuiti classici di intermediazione finanziaria, con tutto ciò che ne conseguirebbe in termini di difficoltà sia al contrasto ai fenomeni di pirateria informatica transfrontaliera, sia di tutela della proprietà privata laddove una simile normativa comporterebbe l'espropriazione *de facto* del "bene della vita" criptovalute già in capo ai privati, con tutte le perplessità derivante da una palese e aperta violazione degli artt. 41 e 42 della Carta costituzionale.
Per rendere possibile lo scambio certo di criptovalute servirà tanto l'inquadramento dogmatico nel sistema attuale, che però risulta farraginoso, contraddittorio e il più delle volte non del tutto intellegibile per i non giuristi, quanto l'auspicabile presa di posizione del Legislatore che risolva in senso decisivo la questione.
Anche se non esiste, allo stato attuale, un sistema di "cambio" certo per la criptovaluta, che sia stabile e agevolmente verificabile al pari delle monete aventi corso legale, è opportuno rilevare come la stessa cosa avvenga (ad esempio) per le opere d'arte; ma l'incertezza della quotazione del pregio artistico di un'opera non ne scalfisce certo la sua natura giuridica, né per questo si ravvisa l'esigenza di chiamare in causa un'autorità indipendente per dettare delle regole di comportamento destinare direttamente agli operatori del mercato dell'arte, o delle monete antiche, o dei francobolli e così via, all'infuori di quanto già previsto in termini generali in capo all'AGCM.

Con particolare riferimento alla mancata previsione di soglie minime di esenzione, cio' rischierebbe di imporre vincoli ingenti ad operazioni di piccola entita' andando ad appesantire e complicare una realta' che al contrario e' nata per semplificare meccanismi di pagamenti e scambi.

B. PIATTAFORME PER LE OFFERTE DI CRIPTO-ATTIVITÀ

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

No. Per le ragioni giuridiche di contrarietà si veda sub. Q4.

Si ritiene opportuno ricordare che le operazioni crowdfunding presentano caratteristiche diverse da quelle di offerte di critpo-attivita' di nuova emissione (ICO):

- al contrario del crowdfunding le ICO non sono generalmente limitate ad un area geografica definita
- le aspettative di ritorno sono maggiormente legate ad un profitto economico nelle ICO (es. aumento del prezzo del token) mentre gli investitori di un crowdfunding generalmente ricevono un benefit di natura diversa (es. sconto sul prodotto finito)
- il rischio e' di natura diversa proprio perche' le aspettative, a differenza del crowdfunding, non sono il semplice accesso privilegiato ad un prodotto e ad una tecnologia)

Queste differenze, fanno si che il tentativo di gestire le due attivita' sotto un'unico ombrello normativo possa dare luogo piu' a problematiche che vantaggi.

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)?

No. Non ha senso e sarebbe antigiuridica. Si veda sub. Q4.

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?

No. Le esigenze di tutela degli investitori devono essere soddisfatte da una corretta informazione ed educazione finanziaria. Allo stato attuale, è ancora forte l'incertezza giuridica sulle criptovalute o cripto-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)?

Non ha molto senso, dal momento che tendenzialmente chiunque può emettere una criptovaluta e collocarla in rete.

C. SISTEMI DI SCAMBI DI CRIPTO-ATTIVITÀ

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?
Si. Il meccanismo "opt-in" consentirebbe di non irrigidire il sistema lasciando agli organizzatori del sistema di scambi (es. gestori di portali per la raccolta di capitali, gestori di piattaforme etc) maggiore flessibilita'. Allo stesso tempo consentendo alla Consob uno strumento piu' flessibile per poter modificare, nel tempo, ove necessario i requisiti di carattere soggettivo stabiliti ad hoc alla luce dell'evoluzione tecnologica delle cripto-attivita' e degli usi della blockchain.
Rimane inteso che e' bene specificare il dettaglio dell'operazione di certificazione e verificazione della "qualità".

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?
Assolutamente no. Si confonde così la natura giuridica delle criptovalute. Sono dei Beni in senso civilistico, non dei prodotti o strumenti finanziari.