Milano, 4 giugno 2019

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

via SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno

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

1. INTRODUZIONE

1.1 Il Documento pubblicato dalla CONSOB

Il 19 marzo 2019 codesta Autorità ha pubblicato il Documento per la Discussione "*Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*" (di seguito il "**Documento**") che si pone come primario obiettivo sondare presso talune categorie di "*soggetti potenzialmente interessati*" – inclusiva, tra l'altro, di "*risparmiatori, soggetti che emettono* crypto-asset *[…], soggetti che intendano promuovere offerte di cripto-attività che abbiano come target market i risparmiatori italiani o che abbiano comunque lo scopo di promuovere prodotti/servizi collegati alle cripto-attività*" - il potenziale gradimento per un "*possibile approccio regolatorio* ad hoc*"* dedicato alle cripto-attività.

In particolare, "*in attesa della definizione in ambito europeo di un condiviso orientamento circa la qualificazione giuridica dei crypto-asset e, in particolare, in merito alla loro riconduzione al novero dei valori mobiliari*", codesta Autorità ha proposto un regime normativo *ad hoc* applicabile a tutte le cripto-attività che, pur ricomprese nella categoria dei prodotti finanziari (in quanto caratterizzate dall'elemento dell'investimento finanziario), non presenterebbero gli elementi qualificanti degli strumenti finanziari (come specificati in ambito MiFID) ovvero dei

MSD Solutions Srl | Sede operativa: via Alfredo Panzini 12 | Sede legale: via Garibaldi 30, 20821, Meda (MB) | 20145 Milano | P.IVA: 10121080963 | REA: MB-2506775 | PEC: msdsolutions@pec.it | www.loanxchain.com | info@loanXchain.com

prodotti di investimento (PRIIP, PRIP e IBIP).

Il Documento tiene conto dell'*advice* su "*Initial Coin Offerings and Crypo-Assets*" elaborato dalla Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati ("**ESMA**") in data 9 gennaio 2019 a favore della Commissione Europea in relazione alle problematiche di applicazione della disciplina sui servizi di investimento per i *token* qualificabili come strumenti finanziari (l'"***Advice* ESMA**"), nonché delle recenti iniziative di regolamentazione intraprese in materia di *crypto-asset* da parte della Francia, Gran Bretagna e Malta.

Oltre a tali iniziative, si ritiene sin d'ora opportuno evidenziare altresì le "*Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings"* pubblicate il 16 febbraio 2018 dall'Autorità federale svizzera di vigilanza sui mercati finanziari (rispettivamente, e "**FINMA**" e le "**FINMA Guidelines**"), le quali – pur elaborate al di fuori dell'ambito europeo – hanno avuto un ruolo significativo nell'orientare il dibattito normativo all'interno delle autorità europee e nazionali.[1]

1.2 La definizione di "cripto-attività" ed i connessi quesiti proposti da CONSOB nel Documento

Il Documento propone un primo esercizio definitorio della nozione di "cripto-attività", per poi delineare una prima schematica disciplina relativa alle offerte di cripto-attività di nuova emissione, nonché alla successiva negoziazione delle cripto-attività (oggetto di preventiva emissione e diffusione tra il pubblico).

Per quanto d'interesse ai fini della presente lettera, ci si limita nel prosieguo ad esaminare la definizione di "*cripto-attività*" suggerita da CONSOB nel paragrafo 2 (*Aspetti Definitori*) del Documento. Al riguardo, al fine di coglierne le peculiarità tecnologiche, le cripto-attività sono definite come *"rappresentazioni digitali rappresentative di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali"*, i cui tratti distintivi risiederebbero:

a) nell'"*impiego di tecnologie innovative, tipo* blockchain*, onde incorporare nei token i diritti dei soggetti che hanno investito con l'obiettivo del finanziamento del progetto imprenditoriale sottostante*"; e

[1] Al riguardo, l'"*Advice to ESMA, own initiative report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*", predisposto dal *Securities and Market Stakeholders Group* presso l'ESMA in data 19 ottobre 2018 fa espresso riferimento alle specifiche tipologie di *token* elaborate dagli orientamenti FINMA al fine di esaminarne le interazioni con le diverse normative europee.

MSD Solutions Srl | Sede operativa: via Alfredo Panzini 12 | Sede legale: via Garibaldi 30, 20821, Meda (MB) | 20145 Milano | P.IVA: 10121080963 | REA: MB-2506775 | PEC: msdsolutions@pec.it | www.loanxchain.com | info@loanXchain.com

b) nella "*destinazione alla successiva negoziazione dei* token *(*crypto-asset*), la cui trasferibilità è peraltro strettamente connessa con la tecnologia impiegata, ovvero con la sua capacità di registrare e mantenere l'evidenza della titolarità dei diritti connessi con i* crypto-asset *in circolazione*".

Al fine di raccogliere commenti e considerazioni in relazione alla definizione proposta di "*cripto-attività*", CONSOB ha rivolto ai potenziali partecipanti al processo di pubblica consultazione quattro quesiti, di cui si riporta di seguito il testo dei primi tre (rilevanti per il prosieguo):

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?

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?

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).

2. MSD SOLUTIONS S.R.L.

La scrivente MSD Solutions S.r.l. (la "**Società**" o, anche, "**MSD Solutions**"), società iscritta nel registro delle *start-up* innovative, ha sviluppato una piattaforma proprietaria – nota con il brand "*LoanXchain*" – che, mediante il ricorso alla tecnologia *blockchain*, consente a banche, intermediari finanziari ed operatori istituzionali di pubblicizzare la propria intenzione di cedere portafogli di crediti finanziari, nonché di sottoporre offerte di acquisto in relazione agli stessi ("**LoanXChain**").

LoanXChain, pertanto, nasce come una vetrina virtuale per la compravendita di crediti finanziari tra operatori professionali, facendo uso della suddetta tecnologia innovativa per la digitalizzazione di informazioni, dati e documentazione connessa ai crediti.

Tenuto conto dell'attuale incertezza connessa al regime normativo applicabile alle cripto-attività, la Società ha ritenuto, prudenzialmente, di attendere le evoluzioni legislative del settore prima di sviluppare ulteriormente le "fisiologiche" funzionalità di LoanXChain nella direzione di un'effettiva "*tokenizzazione*" dei crediti finanziari

MSD Solutions Srl | Sede operativa: via Alfredo Panzini 12 | Sede legale: via Garibaldi 30, 20821, Meda (MB) | 20145 Milano | P.IVA: 10121080963 | REA: MB-2506775 | PEC: msdsolutions@pec.it | www.loanxchain.com | info@loanXchain.com

(rispetto ai quali oggi si limita alla relativa ostensione).

MSD Solutions, pertanto, interviene alla discussione avviata dalla Consob mediante pubblicazione del Documento in veste di soggetto che, quantomeno in prospettiva, "*[ha] […] lo scopo di promuovere prodotti/servizi collegati alle cripto-attività*" (*cfr.* premessa del Documento, secondo paragrafo), ed a tal fine si propone di sottoporre all'attenzione di codesta Autorità taluni commenti ed osservazioni in relazione ai quesiti Q1, Q2 e Q3 contenuti nel Documento.[2]

In merito ai quesiti Q1, Q2 e Q3 sollevati da codesta Autorità con riferimento alla definizione proposta nel Documento di "*cripto-attività*", è intenzione della Società svolgere di seguito le proprie osservazioni in maniera consolidata (senza pertanto riferire distintamente le considerazioni ad un singolo quesito), trattandosi a ben vedere di quesiti tra di loro strettamente connessi.

Pertanto, nel successivo paragrafo 3 MSD Solutions svolgerà sintetiche considerazioni in ordine alla condivisibilità o meno di taluni elementi qualificanti della suddetta nozione proposta dall'Autorità, mentre nel successivo paragrafo 4 presenterà suggerimenti sia con riferimento a scelte di carattere generale adottate dalla CONSOB, sia relativamente a taluni aspetti di maggiormente puntuale.

3. LE OSSERVAZIONI DI MSD SOLUTIONS

In primis, si ritiene certamente **condivisibile l'intenzione dell'Autorità di svolgere un esercizio definitorio che** – al di fuori del perimetro degli strumenti finanziari e

[2] A complemento delle sintetiche informazioni fornite su MSD Solutions e su LoanXChain, la Società intende altresì rendere edotta l'Autorità che essa:

1. è membro della *Trusted Smart Contract Association*, associazione che coinvolge primarie aziende, istituzioni finanziarie, società di consulenza e studi legali italiani allo scopo di studiare, analizzare e definire un insieme di linee guida per la creazione ed esecuzione di *smart contract* su *blockchain* o *distributed ledger* giuridicamente validi e vincolanti;
2. è *partner* ufficiale di *R3*, consorzio delle principali istituzioni finanziarie internazionali creato allo scopo di favorire l'adozione di *distributed ledger technology*;
3. rientra tra le *start-up* accelerate dall'acceleratore *Le Village by CA*, *hub* dell'innovazione del gruppo Crédit Agricole in Italia;
4. è risultata vincitrice del bando *Smart & Start* di Invitalia S.p.A., l'Agenzia Nazionale per l'attrazione degli Investimenti e lo Sviluppo d'Impresa, di proprietà del Ministero dell'Economia;
5. ha partecipato attraverso propri esponenti – ivi incluso Mattia D'Alessandra, firmatario della presente lettera –all'incontro aperto al pubblico del 21 maggio 2019, promosso dalla CONSOB in materia di "*Initial Coin Offerings*".

MSD Solutions Srl | Sede operativa: via Alfredo Panzini 12 | Sede legale: via Garibaldi 30, 20821, Meda (MB) | 20145 Milano | P.IVA: 10121080963 | REA: MB-2506775 | PEC: msdsolutions@pec.it | www.loanxchain.com | info@loanXchain.com

dei prodotti di investimento (con riferimento ai quali non è certamente possibile, a livello di normativa nazionale, disapplicare nozioni elaborate dalla normativa europea) – **codifichi nella "*cripto-attività*" una categoria ad *hoc***, potenzialmente inclusiva di fattispecie che attualmente presentano uno o la totalità degli elementi qualificanti dei prodotti finanziari (ed alla cui disciplina, pertanto, sarebbero sottratte in ragione della preminenza attribuita all'aspetto tecnologico che le caratterizza).

Ciò premesso, tuttavia, la Società osserva che **la definizione di "*cripto-attività*" proposta da CONSOB sembra risultare troppo restrittiva, con la conseguenza che la stessa si potrebbe rivelarsi incapace di disciplinare un articolato novero di diverse tipologie di *asset* che appaiono invero meritevoli di trattazione normativa unitaria**.

In particolare, non pienamente condivisibili – e confliggenti con l'apprezzato intento di codesta Autorità di elaborare una categoria *ad hoc* che, salve le limitazioni connesse con le nozioni di strumenti finanziari e prodotti di investimento, possa abbracciare una quanto più vasta generalità di *crypto-asset* – appaiono le scelte:

(i) per un verso, di includere tra gli elementi qualificanti della definizione di "cripto-attività" la "*finalizzazione al finanziamento di progetti imprenditoriali*" e

(ii) per altro verso, di escludere dal campo applicativo della nuova disciplina i *token* che non siano destinati alla successiva negoziazione su piattaforme di scambio di tipo secondario.

Quanto alla <u>limitazione derivante dalla "*finalizzazione al finanziamento di progetti imprenditoriali*"</u>, i chiarimenti forniti dalla CONSOB nell'ambito dell'incontro aperto al pubblico del 21 maggio 2019 hanno permesso alla Società di meglio comprendere la ragioni sottese a tale scelta – identificate dall'Autorità nell'esigenza di evitare il proliferare di *token* emessi in connessione con finalità meramente speculative (e potenzialmente idonee a dare attuazione a c.d. "*Ponzi schemes*").

Ciò nonostante, il suddetto requisito appare, per un verso, ingiustamente restrittivo di una categoria che, nella sua attuale realtà fenomenica non risulta distinguibile sotto tale specifico aspetto; per altro verso, di incerta portata applicativa, considerato il mancato riferimento ad una nozione definita di "*progetto imprenditoriale*".

In proposito, laddove, in assenza di altri elementi ermeneutici, tale concetto dovesse essere costruito sulla scorta della nozione codicistica di imprenditore (*cfr*.

MSD Solutions Srl | Sede operativa: via Alfredo Panzini 12 | Sede legale: via Garibaldi 30, 20821, Meda (MB) | 20145 Milano | P.IVA: 10121080963 | REA: MB-2506775 | PEC: msdsolutions@pec.it | www.loanxchain.com | info@loanXchain.com

art. 2082 del codice civile), come declinata dalla giurisprudenza dominante, si sarebbe in presenza di un "*progetto imprenditoriale*" solo in caso di esercizio professionale – da intendersi in via "*esclusiva o prevalente*" – di un'attività economica produttiva organizzata, volta alla remunerazione dei fattori produttivi impiegati.

Ne discenderebbe, ad avviso della Società, un'ingiustificata restrizione laddove non fosse possibile ricomprendere nella nozione di "cripto-attività", ad esempio, i *token* emessi per il finanziamento di un progetto imprenditoriale non perseguito in via esclusiva o prevalente, ovvero per il finanziamento di un progetto privo del carattere imprenditoriale (*e.g.*, di ricerca scientifica, di natura liberale o comunque volto al perseguimento di finalità non lucrative).

Quanto alla limitazione connessa alla destinazione della cripto-attività alla successiva negoziazione su sistemi di scambio, è avviso di MSD Solutions che anche tale requisito non rifletta un elemento "fisiologico" dei *token*.

Al contrario, è fattispecie piuttosto diffusa quella delle *Initial Coin Offering* in cui i soggetti emittenti offrono i propri *crypto-asset* su di una piattaforma *issuance* "chiusa" e di proprietaria dell'emittente stesso (ovvero in gestione al medesimo).

Di conseguenza, sembra ingiustamente restrittiva una nozione di cripto-attività che, contemplando tra i requisiti essenziali un elemento meramente accidentale, escluda dal proprio spettro applicativo una casistica di *crypto-asset* tutt'altro che residuale.

In aggiunta a quanto sopra evidenziato – circa la ritenuta non condivisibilità nel merito dei due requisiti sopra esaminati – va altresì osservato che, **per una definizione come quella di "*cripto-attività*"** che, fondandosi sull'aspetto della tecnologia, deve inevitabilmente proporsi di attingere al dato empirico, **i rischi connessi ad una definizione troppo restrittiva sono anche quelli di una possibile rapida obsolescenza della stessa**, da cui discenderebbe altresì una rapida perdita di efficacia della disciplina normativa incentrata intorno a tale definizione.

Da ultimo, un'ulteriore argomentazione a favore di una definizione di cripto-attività che non si fondi su requisiti particolarmente (ed ingiustificatamente) restrittivi – come quelli sopra esaminati – risiede nell'**attuale stato di incertezza in ordine ad una prossima regolamentazione a livello europeo che consenta di disciplinare le eventuali tipologie di crypto-asset rimaste escluse dal campo applicativo della normativa nazionale sulla "cripto-attività"**.

MSD Solutions Srl | Sede operativa: via Alfredo Panzini 12 | Sede legale: via Garibaldi 30, 20821, Meda (MB) | 20145 Milano | P.IVA: 10121080963 | REA: MB-2506775 | PEC: msdsolutions@pec.it | www.loanxchain.com | info@loanXchain.com

Al riguardo, la circostanza che a livello europeo non vi sia ancora sufficiente chiarezza, o, perlomeno, univocità di vedute sulla definizione da attribuire alle cripto-attività aumenta il rischio che la definizione di una simile disciplina regolatoria comune possa protrarsi per molto tempo.

Di conseguenza, è avviso della Società che l'approccio definitorio restrittivo adottato nel Documento possa significativamente accrescere l'incertezza circa il corretto inquadramento giuridico di talune tipologie di *token* (*i.e*. quelle espressamente sottratte all'ambito normativo nazionale), con la conseguenza di rendere il possibile ricorso agli stessi (e sperimentazione negli stessi) assai meno appetibile agli occhi degli operatori economici ed investitori.

4. PROPOSTE DI MODIFICA ALLA DEFINIZIONE DI CRIPTO-ATTIVITÀ

Tenuto conto delle osservazioni svolte in risposta ai quesiti Q1, Q2 e Q3 al precedente paragrafo 3, la Società suggerisce a codesta Autorità di valutare un mutamento di esercizio definitorio, mediante la possibile adozione di un approccio "residuale" nella definizione di cripto-attività.

Tale approccio, in particolare, dovrebbe consentire di ricomprendere tutte le categorie di *token* che non ricadono (pienamente) nell'ambito applicativo della normativa MiFID e della normativa PRIIP, PRIP e IBID, accomunate sotto il requisito comune (minimo) dell'impiego di tecnologie basate su registri distribuiti per l'incorporazione di diritti.[3]

In tale nuovo contesto definitorio, inoltre, la Società suggerisce altresì di integrare la definizione di "*cripto-attività*" con una elencazione che, a titolo esemplificativo e non esaustivo, chiarisca le ipotesi certamente ricomprese nella definizione di "*cripto-attività*" e, al contempo, riporti una lista di casistiche certamente non ricomprese nello spettro applicativo della suddetta definizione.

[3] D'altra parte, pur giungendo ad esiti opposti, la stessa CONSOB nel corso delle argomentazioni elencate nel Documento sembrerebbe riconoscere la necessità di adottare un criterio onnicomprensivo per la definizione di cripto-attività. Infatti, come indicato nello stesso Documento al paragrafo 1, "*mentre il termine initial coin offering è stato inizialmente attribuito alle emissioni di cripto-valute (es. Bitcoin ed Ethereum), ad oggi esso è utilizzato per identificare qualsiasi offerta di token, non necessariamente costituenti una cripto-valuta ma incorporanti diritti vari, che possono essere acquisiti dietro corrispettivo sia di valuta a corso legale sia di cripto-valuta*".

MSD Solutions Srl | Sede operativa: via Alfredo Panzini 12 | Sede legale: via Garibaldi 30, 20821, Meda (MB) | 20145 Milano | P.IVA: 10121080963 | REA: MB-2506775 | PEC: msdsolutions@pec.it | www.loanxchain.com | info@loanXchain.com

In alternativa, ove l'Autorità ritenesse di non discostarsi dall'attuale ambito definitorio, si ritiene comunque opportuno, quale possibile soluzione di compromesso, che la definizione di "*cripto-attività*" sia almeno rivista al fine di:

a) modificare la locuzione "*registrazioni digitali rappresentative di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali*" – che, come detto, risulta particolarmente restrittiva con riguardo alla nozione (non definita espressamente) di "progetti imprenditoriali" – in *"registrazioni digitali rappresentative di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali ovvero alla realizzazione di diverse iniziative, in ogni caso non ricomprese nello svolgimento di un servizio di investimento con riferimento ad uno strumento finanziario o prodotto di investimento"*; nonché

b) modificare il riferimento alla "*destinazione alla successiva negoziazione dei* token" – che, come detto, limiterebbe ingiustificatamente il perimetro applicativo della disciplina – nella "*idoneità alla negoziazione*", salvo che tale modifiche possa determinare interferenze con la nozione di "*strumento finanziario*" (come elaborata a livello europeo).

*** _ *** _ ***

Per qualsiasi eventuale chiarimento in relazione alle osservazioni formulate con la presente, si prega di contattare Mattia D'Alessandra, n. tel. +39 3493307919, *mattia.dalessandra@loanxchain.com*.

Con osservanza,

Mattia D'Alessandra

Co-founder & CEO

MSD Solutions Srl | Sede operativa: via Alfredo Panzini 12 | Sede legale: via Garibaldi 30, 20821, Meda (MB) | 20145 Milano | P.IVA: 10121080963 | REA: MB-2506775 | PEC: msdsolutions@pec.it | www.loanxchain.com | info@loanXchain.com