

DALLA VEDOVA

STUDIO LEGALE

ASSOCIAZIONE PROFESSIONALE

ROMA 00185 - VIA V. BACHELET, 12

TEL. 06 4440821 - FAX 06 4462165

E-MAIL: dvsl@dallavedova.com

www.dallavedova.com

Spett.le Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
Divisione Strategie Regolamentari
Via Giovanni Battista Martini n. 3
00198 – Roma (RM)

Via e-mail tramite Sistema Integrato per l'Esterno

Roma, 4 giugno 2019

Oggetto: Consultazione pubblica in relazione al documento “Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività”

Spett.le Commissione Nazionale per le Società e la Borsa,

si riscontra il documento di cui all'oggetto e si ringrazia per la possibilità' di intervenire sul tema.

La presente, in particolare, per rispondere alla consultazione pubblica lanciata in data 19 marzo u.s. con riferimento al solo primo punto discusso nel documento in oggetto, in relazione ad un solo tema: la definizione di “cripto-attività” suggerita da codesta Spett.le Commissione.

PREMESSA

Premesso che l'intenzione della Commissione è':

- i) [...] *di avviare un dibattito* [...] (Premessa);
- ii) di determinare delle aree di esclusione: [...] *chiarito che trattasi di un esercizio definitorio che viene condotto al di fuori del perimetro degli strumenti finanziari e dei prodotti di investimento (PRIIP) PRIIP e IBIP) disegnato dal legislatore UE* [...] (Riquadro 1, I para);
- iii) di considerare [...] *una codificazione di una categoria ad hoc – distinta dai prodotti finanziari* (Riquadro 1 IV para)[...],

considerando con assoluto favore l'avvio del dibattito ad alto livello Istituzionale, non si può non evidenziare la difficoltà nell'ipotizzare una codificazione di una categoria ad hoc unitaria senza analizzare la struttura genetica del token, i meccanismi di creazione alla base dello stesso e la dinamicità del “rappresentato” dal token.

Q.1: 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?

R.1: Si ritiene di non condividere la definizione di cripto-attività riportata né una serie di valutazioni riportate nelle premesse. Si ripercorre qui oltre un diverso approccio metodologico con una proposta di definizione, un supporto argomentativo della stessa ed una sintetica analisi della definizione proposta nella consultazione. Si conclude evidenziando in sintesi un possibile percorso regolatorio.

1.PIANI DI INDAGINE

1.1 In prima analisi si ritiene opportuno introdurre due piani di indagine: il primo avente ad oggetto l'operatività *blockchain* propriamente detta *permissionless*; il secondo l'operatività *distributed ledger permissioned*.

1.2 Comune ad entrambe si rivela l'individuazione di alcuni elementi definitori del termine "token".

1.3 La Consob propone una definizione di crypto-attività (o *token*).

1.4 Si ritiene che la definizione così come rappresentata evidenzi numerose criticità e si ipotizza che altra diversa definizione possa essere considerata ed utilizzata.

1.5 In via di premessa, in estrema sintesi, un token può essere:

- i) un risultato di una funzione della/e rete/i core;
- ii) un risultato di una funzione di una rete sidechain;
- iii) una rappresentazione digitale di un diritto immateriale e/o di un asset fisico.

Per semplificare, in questa sede, le definizioni riportate sopra sono da considerarsi in via alternativa tra di loro.

1.6 Se si condivide quanto sopra, si tratta successivamente di identificare i tratti comuni tra le tre fattispecie al fine di addivenire ad un riferimento definitorio di base.

1.7 La nostra proposta definitoria di token è la seguente:

"unità minima matematica crittografica, statica o dinamica, rappresentativa di diritto/i (e suscettibile di circolazione autonoma)" (in breve "Unità Matematica"):

- "unità", in quanto si ritiene imprescindibile l'individuazione di un perimetro minimo che serva come indicatore di riferimento;
- "minima", in associazione al concetto di unità, in quanto trattasi di elemento minimo di individuazione di detto perimetro;
- "crittografica", tale essendo una delle tecnologie caratterizzanti l'ambito *permissioned* e *permissionless*;
- "statica" o "dinamica", in quanto la natura giuridica del token si ritiene non univoca geneticamente ma bensì suscettibile di radicali modificazioni di natura con risultato di una natura (singola o plurima) A, suscettibile di essere modificata in natura (singola o plurima) B (potenzialmente in un momento ed in un tempo incerto);
- "rappresentativa di uno o più diritti", congiungendo in un *unicum* (salvo nel caso di mercato secondario) un momento possibile di generazione di diritto e/o di rappresentazione di un diritto, *erga omnes* o solo verso terzi determinati.

1.8 Detta Unità Matematica può avere una o multiple natura/e, congiuntamente o disgiuntamente intese.

1.9 A questo punto categorie quali "attività", "passività", "titolo rappresentativo", "titolo infrastrutturale", "valuta convenzionale", "opzione", "diritto", "strumento finanziario", "prodotto di investimento", etc., singolarmente o congiuntamente intese, possono essere introdotte come categoria aggiuntiva e caratterizzante la Unità Matematica, in uno stato informatico e negoziale determinato.

2.0 In ipotesi di pluralità di natura giuridica, si pone il tema della causa prevalente in relazione alla funzione ed alla qualificazione che ne deriva.

2. CRITICITA' DELLA DEFINIZIONE DI CRIPTO ATTIVITA'

2.1 Riportiamo quioltre in estrema sintesi alcuni punti che riteniamo configurino le maggiori criticità.

2.2 E' stata individuata una categoria centrale (cripto attività), una modalità tecnica di registrazione, un legame causale con una finalità (investimenti), un requisito che il titolare dei diritti sia individuato ed un vincolo di destinazione di negoziazione all'interno di un sistema di scambi.

2.3 Riassumendo ulteriormente i tratti principali: attività legata ad un investimento negoziata in un sistema di scambi.

2.4 Alla luce della metodologia svolta sopra si ritiene che i tratti centrali della definizione suggerita non siano caratterizzanti la fattispecie. In estrema sintesi si elencano quioltre le ragioni a supporto della posizione.

2.5 Cripto attività: al netto della definizione cripto, il termine attività in se' non caratterizza a nostro avviso sufficientemente una categoria e necessiterebbe una definizione stessa.

2.6 Registrazioni digitali (che dovrebbero essere - create, conservate e trasferite, mediante tecnologie basate su registri distribuiti) rappresentative di diritti: in se' non configurano un tratto distintivo rispetto ad altri "strumenti" o "prodotti" ad oggi dematerializzati e legati ad un registro digitale.

2.7 Connessi ad investimenti in progetti imprenditoriali: la connessione ad un investimento, nell'aprire un collegamento diretto con le categorie di "prodotto finanziario" e "strumento finanziario" - direttamente o indirettamente - da un lato, dall'altro pongono un vincolo rispetto alla tripartizione di cui sopra (1.5) ed in specie rispetto alla terza categoria (una rappresentazione digitale di un diritto immateriale e/o di un asset fisico), non necessario ma eventuale.

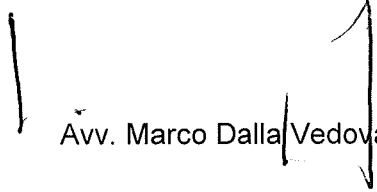
2.8 Destinate ad essere negoziate o sono negoziate all'interno di uno o più sistemi di scambi: si comprende la finalità regolatoria, si ritiene in assoluto che senza una piattaforma di scambi la creazione e la gestione di una "liquidità", tratto saliente dello scambio del token (ma non del token in se'), potrebbero rivestire una particolare criticità, ma si ritiene che un sistema di scambi non possa essere un elemento definitorio costitutivo base, ma solo, eventuale, ulteriore.

* * *

Riteniamo che un percorso regolatorio possa prevedere un inquadramento del fenomeno nelle sue componenti base, una adesione di categorie esistenti alla componente base, una previsione nel contesto crowdfunding di soglie specifiche e nel contesto della PSD2 di interpretazioni, nazionali, sia del *positive scope* che del *negative scope*.

* * *

Si apprezza l'avvio del dibattito da parte della Commissione e si coglie l'occasione per inviare distinti saluti.



Avv. Marco Dalla Vedova