

Spett.le

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

Divisione Strategie Regolamentari

Via G. B. Martini, n. 3

00198 Roma

Via SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno

Milano, 19 maggio 2019

Oggetto: Osservazioni al documento di consultazione: “Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività”.

Spettabile Divisione Strategie Regolamentari,

con la presente, lo scrivente studio legale intende formulare osservazioni relativamente ad alcune delle domande contenute nel documento di consultazione “Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività”, pubblicato da codesta spettabile Autorità lo scorso 19 marzo 2019.

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?

La definizione “rappresentazioni digitali rappresentative di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali” sembra richiedere la coesistenza dei seguenti elementi:

- (i) causa di investimento (aspettativa dell’accrescimento del capitale investito, senza l’apporto di prestazioni da parte dell’investitore diverse da quella consistente nel dare una somma di denaro);
- (ii) incorporazione nei *token* di diritti di natura finanziaria;
- (iii) esistenza di un progetto imprenditoriale (ai sensi dell’art. 2082, cod. civ.) che il promotore

Milano

Via dell'Annunciata, 23/4
20121 Milano
T (+39) 02 3663 8610
F (+39) 02 8909 6488
E milano@lexia.it

Roma

Piazza del Popolo, 3
00187 Roma
T (+39) 06 3250 2726
F (+39) 06 6938 0377
E roma@lexia.it

Palermo

Via Quintino Sella, 77
90133 Palermo
T (+39) 091 3090 62
F (+39) 091 7828 463
E palermo@lexia.it

Londra

81, High Street
Potters Bar (Herts)
EN6 5AS (London)
T (+44) 1707 6655 33
F (+44) 1707 6649 60
E london@lexia.it

Skopje

UL 1737 Br. 24
Local 3, Skopje
(Macedonia)
T (+389) 2312 5681
E skopje@lexia.it

intende finanziare tramite l'offerta di *token*;

- (iv) presenza di una “*connessione*” tra i diritti incorporati nel *token* e il progetto imprenditoriale del promotore.

Lo scrivente studio legale ritiene che la precisazione secondo la quale i diritti incorporati nei *token* devono essere “*connessi a investimenti in progetti imprenditoriali*” potrebbe, da un lato, dar luogo a incertezze interpretative in merito alla corretta identificazione dei profili tipologici della nozione di “cripto-attività” e, dall'altro, escludere dalla predetta definizione l'offerta al pubblico di alcune tipologie di c.d. *utility token* o *hybrid token*, che non possiedono tutti gli elementi *sub* (i), (ii), (iii) e (iv) che precedono, ma che ciononostante presentano esigenze di tutela degli investitori non dissimili da quelle connesse all'offerta di *token* rientranti nella nozione di cripto-attività, privando sotto altro profilo i promotori della possibilità di registrare l'offerta e la negoziazione di tali *token* con la CONSOB. Si pensi ad esempio, all'offerta di *token* nei quali la causa prevalente sia la “scommessa” o l'acquisto di utilità, nonché alle iniziative che non siano propriamente qualificabili quali “progetti imprenditoriali” (ad es., il lancio di una nuova *blockchain*, etc.).

Pur condividendo l'opportunità di mantenere fuori dal campo di applicazione della disciplina in materia di cripto-attività l'offerta e lo scambio di criptovalute (c.d. *currency token*) – che si distinguono dalle altre tipologie di *token* perché costituiscono sostanzialmente dei “supporti digitali privi di contenuto” e non attribuiscono ai loro possessori alcun diritto –, lo scrivente studio legale ritiene che la nozione di cripto-attività dovrebbe ricomprendere tutti i *token* che incorporino diritti di qualsivoglia natura e che siano destinati a essere negoziati o sono negoziati all'interno di uno o più sistemi di scambi, ivi inclusi dunque i sopra richiamati c.d. *utility token* o *hybrid token*.

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)?

Dalla lettura del documento di consultazione, ci pare di comprendere che all'esito dell'intervento regolamentare, potrebbero aversi, *inter alia*, *token* digitali:

- (i) riconducibili alla nozione di “*strumenti finanziari*” ai sensi del D.Lgs. 58/1998, con esclusione dell'applicazione della disciplina in materia di “cripto-attività”;
- (ii) riconducibili alla nozione di “cripto-attività”, con esclusione dell'applicazione della disciplina in materia di “*prodotti finanziari*” diversi dagli “strumenti finanziari”;
- (iii) riconducibili alla nozione di “cripto-attività”, ma riconducibili alla nozione di “*prodotti finanziari*” diversi dagli “strumenti finanziari”;

(iv) non riconducibili né alla nozione di “*prodotti finanziari*” né a quella di “cripto-attività”.

Lo scrivente studio legale ritiene che sarebbe opportuno precisare espressamente nella definizione di “cripto-attività” che la stessa non comprende i *token* digitali che siano riconducibili alla nozione di “strumenti finanziari”.

Sotto altro profilo, lo scrivente studio legale ha riscontrato negli ultimi mesi un notevole raffreddamento del mercato delle ICO aventi a oggetto c.d. *utility token* (o comunque di *token* che non presentano le caratteristiche dei “*prodotti finanziari*”), mentre costituisce opinione diffusa che il futuro delle ICO sia legato alla creazione di un mercato primario e secondario dei c.d. *investment token*, che presentano generalmente caratteristiche analoghe a quelle degli strumenti finanziari.

Pur consapevoli che le attività di emissione, negoziazione e post-negoziazione di *token* digitali riconducibili alla nozione di “strumento finanziario” sono soggette alle disposizioni europee di armonizzazione, si potrebbe valutare l’opportunità – nella misura in cui ciò possa ritenersi consentito ai sensi del diritto comunitario – di estendere la disciplina in materia di registrazione delle “cripto-attività” alle offerte di “strumenti finanziari” incorporati in *token* digitali, che rientrino nell’ambito di una o più delle esenzioni dalla disciplina in materia di prospetto (ad es., offerte “sotto soglia”).

Inoltre, lo scrivente studio legale ritiene che se il legislatore nazionale intende creare un quadro regolamentare in materia di ICO competitivo a livello internazionale e attrarre iniziative imprenditoriali nel nostro ordinamento, sarebbe necessario creare le condizioni per consentire l’offerta, la quotazione, la negoziazione e il *post-trading* di *token* digitali che incorporano strumenti finanziari, sia da parte di *start-up* che da parte di altre imprese (quotate o meno nei mercati regolamentati tradizionali in Italia o all’estero).

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)?

Trattandosi di disciplina opzionale, lo scrivente studio legale condivide l’opportunità di una regolamentazione delle cripto-attività che non preveda una graduazione dei presidi posti a tutela degli investitori.

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?

Lo scrivente studio legale condivide la proposta in questione.

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)?

Lo scrivente studio legale condivide la proposta in questione, trattandosi di due mercati potenzialmente diversi.

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?

Lo scrivente studio legale condivide la proposta in questione, fermo restando che è prevedibile la diffusione nel breve-medio termine di fenomeni abusivi di offerte di prodotti finanziari non registrate con la CONSOB a investitori residenti in Italia (tramite *call center* o internet). In particolare, abbiamo riscontrato che molti *call center* prevalentemente localizzati nell'Europa dell'Est che operavano nel settore della commercializzazione di Forex e opzioni binarie sono stati convertiti per commercializzare prodotti finanziari incorporati in *token* digitali.

Con osservanza.

Avv. Francesco Dagnino

