5 Giugno 2019

Spett.le

CONSOB

Divisione Strategie Regolamentari

Via G.B. Martini, n. 3

00198 Roma

Invio tramite SIPE – Sistema Integrato per l’Esterno

Oggetto: Documento per la Discussione del 19 Marzo 2019 – Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività

Gentili Signore e Signori,

Nel ringraziarVi per l’opportunità di partecipare alla consultazione pubblica sul documento di consultazione del 19 Marzo 2019 (il “**Documento di Consultazione**”), contenente le proposte e le osservazioni di regolamentazione delle offerte iniziali effettuate tramite tecnologia Blockchain e più in generale gli scambi di cripto-attività, riportiamo qui di seguito, in forma generale e sintetica, alcune osservazioni al riguardo in risposta alle domande ivi contenute.

Per qualsiasi dettaglio o chiarimento che si rendesse necessario od opportuno, non esitate a contattare:

Avv. Decio Morgese: tel.: + 39 02 778 7721, e-mail: decio.morgese@lmclex.it

Avv. Angelo Romano: tel.: + 39 02 778 7721, e-mail: angelo.romano@lmclex.it

Dott. Filippo Belfatto: tel.: + 39 02 778 7721, e-mail: filippo.belfatto@lmclex.it

Cordiali saluti

LMCR/ Studio Legale Associato

Risposte alle domande

Domanda 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?*

Risposta 1: In via preliminare, si segnala a fini sistematici che è possibile cogliere una analogia tra i *token* e i titoli di credito soggetti a regime dematerializzato. La definizione abbozzata nel documento di consultazione dovrebbe distinguere gli aspetti relativi alla circolazione del contenitore (*token*) e quelli relativi ai diritti in esso incorporati. In ragione di ciò, la definizione di cripto-attività riportata nel **Riquadro 1** risulta eccessivamente indeterminata. L’assenza di considerazione per i due distinti piani giuridici relativi al contenuto ed al contenitore produce difficoltà di non poco conto in termini di ambito di applicazione e sovrapposizione di discipline differenti.

Il termine cripto-attività non rientra nel lessico giuridico conosciuto dal Codice Civile, TUF, TUB o altra fonte normativa. Sembra doveroso, quindi, per meglio definire la categoria “cripto-attività” individuare in maniera distinta gli elementi di cui è composta ontologicamente.

La terminologia utilizzata in consultazione identifica alla stessa maniera con i termini *cripto-attività*, *crypto-asset* e *token* differenti entità giuridiche. Strutturalmente, con il termine *token* si designa un insieme di dati digitali identificabili univocamente e distintamente rispetto eventuali altri simili attraverso una stringa alfanumerica. Ai fini del Documento di Consultazione, il concetto di *token* diviene rilevante quando **incorporato** in esso si decide di rappresentare un diritto.

A parere di chi scrive, nel considerare un *token* dal punto di vista giuridico è necessario operare una valutazione del fenomeno utilizzando i metodi e gli strumenti giuridici appropriati, evitando, al contempo, la tentazione di considerare l’oggetto dell’analisi un *unicum* il cui inquadramento nel quadro normativo esistente è impossibile, stanti le novità ed i cambiamenti di paradigma che esso comporta. In altri termini, la valutazione giuridica circa deve essere effettuata anzitutto attraverso l’analisi dell’oggetto del *token*, vale a dire, il diritto in esso incorporato (il contenuto), laddove il *token* considerato quale veicolo (il contenitore) dovrebbe essere definito e disciplinato separatamente.

La distinzione di cui sopra dovrebbe chiarire l’analogia richiamata in apertura fra *token* e titoli dematerializzati. Come avviene per questi ultimi, la disciplina di tutela degli investitori dovrebbe concentrarsi separatamente sulla qualificazione giuridica dei diritti incorporati e sul mezzo attraverso il quale questi sono trasferiti. Così dicendo, non si vuole escludere che in merito a

quest'ultimo tema siano necessarie riflessioni, se non addirittura la creazione di una disciplina *ad hoc*.

A parere di chi scrive, il tenore del Documento di Consultazione non riconosce – e non utilizza a fini definitori – la separazione dei due piani di indagine. Al contrario, lo Studio ritiene che attraverso la prospettiva esposta si possano ricavare vantaggi di non poco conto. Infatti, i diritti incorporati in titoli dematerializzati godono di una disciplina specifica secondo categorie ben definite. Quindi, per quanto fin qui, esposto si ritiene che l'isolamento del concetto di diritto incorporato nel *token*, offrirebbe uno schema di ricostruzione del fenomeno più efficace e in grado di porre basi più solide per la disciplina dei temi relativi all'ambito di applicazione del regolamento e della disciplina pregressa, agli eventuali *overlapping* tra esse e, più in generale all'individuazione dei confini delle stesse;

Domanda 2: *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?*

Risposta 2: In primo luogo, l'espressione “*progetti imprenditoriali*” risulta generica e sconosciuta al lessico giuridico. Il termine richiede prima di tutto di determinare quando si svolge attività imprenditoriale. Se la previsione vuole richiamare il senso dell'articolo 2082 c.c. “è imprenditore chi esercita professionalmente un'attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o servizi” sarebbe opportuno farne riferimento espresso. In tale maniera, si chiarirebbe che le cripto-attività oggetto della consultazione sono quelle utilizzate nell'ambito dell'attività d'impresa.

Così facendo, le cripto-attività rilevanti diventerebbero tutte quelle utilizzate nell'attività d'impresa che deve:

1. esercizio di un'attività economica al fine della produzione o dello scambio di beni o servizi;
2. organizzata;
3. svolta in modo professionale.

Altro profilo che si ritiene meriti attenzione è relativo alla circostanza che il termine “*progetti imprenditoriali*” è indeterminato dal punto di vista dell'ambito soggettivo. Si presuppone, infatti, che il termine richieda lo svolgimento dell'attività di impresa ma, la locuzione utilizzata non è sufficiente a chiarire se essa sia riferibile a persone fisiche o a enti giuridici o entrambi.

Si ritiene, infine, che per evitare difficoltà interpretative, potrebbe essere opportuno escludere espressamente la disciplina dell'appello al pubblico risparmio del TUF, in quanto applicabile almeno in via residuale anche quando le cripto-attività non siano legate a “*progetti imprenditoriali*”. In altri termini, si vuole sottolineare che la mancata specificazione dell'esenzione e la sua delimitazione potrebbe indurre a ritenere che eventuali ipotesi concernenti persone fisiche cui

non sia riferibile un “*progetto imprenditoriale*” (o che non svolgano l’attività in maniera professionale ovvero organizzata) non ricadano né nella disciplina del Documento di Consultazione né in quella del TUF.

In conclusione, pur apprezzando lo sforzo di ampliare le maglie di applicazione della emananda disciplina, si ritiene che la locuzione “*progetto imprenditoriale*” possa costituire elemento di confusione nella sua indeterminatezza. Nell’ottica che si ritiene voglia perseguire il Documento di Consultazione, si suggerisce di utilizzare un riferimento lessicale già conosciuto dalla Legge, quale ad esempio “*attività di impresa*”.

Infine, in conseguenza di quanto esposto nella **Risposta 1**, si suggerisce di valutare anche l’opportunità di prevedere norme specifiche e differenti in dipendenza del tipo di diritto associativo o di natura obbligatoria incorporato nel *token* utilizzato per finanziare “*progetti imprenditoriali*”.

Domanda 3: *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)?*

Risposta 3: Lo Studio ritiene non completamente condivisibile il requisito finalistico “della circolazione delle cripto-attività in appositi sistemi di scambi” perché, nei termini in cui esso è declinato, non riesce a circoscrivere con chiarezza le fattispecie non oggetto di trattazione del Documento di Consultazione.

Il requisito, in collegamento a quello predetto del “progetto imprenditoriale” potrebbe produrre effetti disfunzionali di disciplina. Si prenda in considerazione il seguente esempio: l'imprenditore Tizio lancia una ICO e vende i relativi *token* a beneficio di un numero limitato di persone. Il *token* incorpora unicamente il diritto di svolgere attività sulla piattaforma di Tizio. L'imprenditore, invece, dall'attribuzione dei *token* in favore degli acquirenti ha ottenuto denaro da destinare allo sviluppo e all'accrescimento dell'attività di impresa. Successivamente, Caio decide, senza permesso, di proporre in una *trading venue* i *token* creati da Tizio, creando, di fatto, un mercato secondario del *token*.

Dunque, nell'ottica suggerita dal Documento di Consultazione, i *token* di Tizio, inizialmente fuori dalla disciplina, verrebbero **in un secondo momento** attratti dalla disciplina, diventando prodotti finanziari (i.e. titoli atti a consentire investimenti di natura finanziaria) indipendentemente dalla originaria volontà del creatore. L'esempio di cui sopra mette in luce come la previsione riportata dal Documento di Consultazione potrebbe, di fatto, portare alla estensione della nozione di “negoziabilità” di attività di investimento con conseguenze anche per i prodotti e strumenti finanziari non legati alle ICOs.

Se l'intenzione è quella di delineare chiaramente i requisiti dei *token* affinché alcuni non rientrino nella disciplina di prodotto finanziario, è probabilmente opportuno prevedere un elenco tassativo e tassonomico di caratteristiche comuni agli *utility token*, evitando però di fare riferimento alle intenzioni dell'emittente e alle qualità suscettibili di cambiamento nel tempo.

Domanda 4: *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)?*

Risposta 4: Lo Studio accoglie positivamente la previsione del Documento di Consultazione. Si ritiene, tuttavia, che sia opportuno operare una distinzione riguardo il soggetto emittente sotto/sopra “soglia”. Nel caso in cui l’emittente sia un soggetto istituzionale, vigilato e/o sottoposto a discipline di controllo stringenti, questi non dovrebbe potersi avvantaggiare del regime di esenzione previsto dalla emananda disciplina.

Analizzando unicamente, invece, la volontà di non contemplare norme di esenzione per emissioni sotto soglia, si segnala che questo indirizzo potrebbe avere un effetto negativo per il mercato delle ICOs dovuto all’eccesso normativo conseguente all’eliminazione dell’alleggerimento di disciplina.

Domanda 5: *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 possono scaturire dallo svolgimento di entrambe le attività, oppure rispetto a eventuali ragioni di contrarietà*

Risposta 5: Pur condividendo la finalità posta a fondamento della previsione in esame, si ritiene utile segnalare un elemento di criticità connaturato alla disciplina dettata dall’Articolo 24 del regolamento *crowdfunding*. Infatti, il comma 1 dell’Articolo 24 prevede che il gestore del portale abbia l’obbligo di verificare – tra le altre cose – una serie di requisiti che devono essere contenuti nello statuto o atto costitutivo della piccola e media impresa alla ricerca di capitali. Si segnala che sorgerebbero dubbi interpretativi sulle eventuali offerte di cripto-attività emesse da persone fisiche (la casistica di questi esempi non manca; cfr. **Risposta 2** supra).

Inoltre, va considerato che il fenomeno ICOs è nato e si è sviluppato attraendo soprattutto gli investitori non istituzionali. Il requisito del comma 2 dell’Articolo 24, laddove prevede che “[...] una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di *start-up* innovative” potrebbe – di fatto – comportare un limite allo sviluppo del mercato nazionale in considerazione della bassa propensione di questi investitori istituzionali ad assumere un rischio

così elevato di investimento connaturato a prodotti/strumenti finanziari oggetto, generalmente, dell'area di interesse di, soli e pochi, fondi di *venture capital*.

Domanda 6: *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)?*

Risposta 6: Se l'intento è quello di estendere l'attività di gestione a piattaforme quali *exchanges* e fornitori di *wallet services provider and exchange*, la proposta incontra la piena condivisione dello Studio poiché, così facendo, le offerte di cripto-attività sarebbero gestite da soggetti già operanti nel settore e possessori di conoscenze di mercato e standard tecnici utili per incentivare lo sviluppo dell'ecosistema *tokens*.

All'operare dell'estensione, si ritiene anche che dovrebbe essere introdotta una disciplina *ad hoc* mirata ad individuare i requisiti per lo svolgimento dell'attività.

A titolo esemplificativo si potrebbero immaginare requisiti tecnici corrispondenti a standard di sicurezza informatica e gestione delle identificazioni degli utenti in luogo o in aggiunta al requisito assicurativo ai sensi dell'Articolo 7-bis Regolamento Crowdfunding.

Si segnala ad esempio che questo indirizzo è stato adottato dal Legislatore Giapponese che è così riuscito a ricomprendere nella nuova categoria – “*Virtual currency Exchange Services*” – non solo i classici *exchanges* di cripto-attività ma anche altri soggetti (ad esempio: OTC Brokers).

Domanda 8: *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?*

Risposta 8: A seguito di quanto esposto nella **Risposta 6**, lo Studio ritiene che uno stretto collegamento fra le piattaforme vigilate per l'emissione di *tokens* e i sistemi di scambi regolamentati (soggetti del mercato secondario), sia vantaggioso per gli investitori e per lo sviluppo dell'ecosistema. La connessione favorirebbe un alto grado di integrazione fra le due fasi della circolazione dei *token*, consentendo così, la realizzazione di economie di scala e la creazione di circoli virtuosi con particolare riferimento, tra le altre cose, alla liquidità e alla trasparenza.

Profili di rischio per gli investitori sarebbero dovuti alla necessità di comunicazione tra i due soggetti. La comunicazione dovrebbe avvenire in maniera sicura così da non mettere a rischio

i diritti degli investitori. A titolo esemplificativo, la comunicazione dovrebbe avvenire tutelando e garantendo:

1. I dati personali dei soggetti;
2. Le chiavi private associate ai *tokens*;
3. Livello di sicurezza informatico di alto livello per contrastare attacchi informatici;
4. Possibilità di trasferimento e negoziazione dei *tokens* direttamente in capo all'investitore;
5. Procedure di determinazione del prezzo;
6. Standard per garantire la legittimazione delle transazioni nella fase di esecuzione di eventuali ordini.

Si segnala anche che la tecnologia sottostante le ICOs e il trasferimento dei *tokens* è ancora molto giovane e in continua evoluzione (si pensi alla possibilità di utilizzare i c.d. *atomic swaps*). Si ritiene quindi necessario limitare la proliferazione di soggetti potenzialmente inesperti ovvero tecnicamente impreparati per svolgere ruoli diversificati.

Diverso è il caso, come riportato nella **Risposta 14**, della volontà di prevedere un sistema *opt-in* per particolari soggetti che operano da più tempo nell'ecosistema delle crypto-attività.

Domanda 10 e 11: *La proposta definizione di “sistema di scambi di crypto-attività” è idonea a comprendere i modelli di business, allo stato noti, di circuiti per la negoziazione di crypto-asset?*

I requisiti sopra individuati, il cui accertamento è condizione per l'attribuzione della qualifica di sistema di scambi di crypto-attività da parte della Consob, sono presidi sufficienti a neutralizzare i rischi connessi alla negoziazione di crypto-attività?

Risposta 10 e 11: Per le conoscenze dello Studio, la definizione riportata nel **Riquadro 4** riesce a ricomprendere tra i sistemi di scambio di crypto-attività che abbiano portata pubblica gli:

1. *Exchanges*;
2. *Smart contracts*;
3. *Atomic swaps*¹.

¹ Programma informatico che permette lo scambio P2P (Peer-to-Peer) di uno o più Asset digitali tra di loro (ad esempio: bitcoin-Ether, Lightning-Monero, Ether-XRP ecc..). I trasferimenti avvengono senza la necessità di coinvolgere nel processo un *exchange* centralizzato ma attraverso la

La definizione è quindi idonea a comprendere i modelli di business per la negoziazione di *crypto-asset*. Si segnala però che questi differenti “soggetti” data la loro natura, sono capaci di compiere lo scambio di cripto-attività in maniera differente e, per alcuni di questi, avviene automaticamente. Si ritiene dunque che ulteriori profili di regolamentazione debbano essere previsti e pensati per affrontare i temi problematici sollevati dall’uso di meccanismi auto-esecutivi di negoziazione di cripto-attività.

Domanda 14: *Si condivide la scelta di introdurre un meccanismo di “opt-in” per l’iscrizione nel registro dei sistemi di scambio di cripto-attività, che sarebbe tenuto dalla Consob?*

Risposta 14: Ad avviso dello Studio la previsione in negativo per individuare piattaforme in cui si negoziano cripto-attività diverse da strumenti finanziari, non raggiunge l’obiettivo prefissato. In questa maniera, ad esempio, tutti quei soggetti che negoziano o trasferiscono criptovalute potrebbero ricadere nell’ambito di disciplina ipotizzato. Si ritiene che, questi soggetti, a maggior ragione nei casi in cui non detengano le chiavi private e pubbliche associate alle unità di criptovaluta, non dovrebbero rientrare nell’ambito di vigilanza e controllo della Consob.

Nell’ottica di chi scrive, il rischio è quello di imporre regole eccessivamente onerose in capo a questi soggetti e così impedire la nascita e crescita di possibili attività imprenditoriali-digitali. Infine, il sistema di *opt-in*, data la sua natura volontaristica, potrebbe condurre ad abusi. I soggetti non aderenti avrebbero la capacità di operare in una zona grigia al di fuori della disciplina facoltativa.

In relazione alle Domande 7, 9, 12, 13 e 15 lo Studio non ha rilevanzze, commenti o questioni da portare all’attenzione.