



A S S O C I A Z I O N E
ITALIA4BLOCKCHAIN

Spett.le

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

Divisione Strategie Regolamentari

Via G. B. Martini, 3

00198, Roma (RM)

(l'“Autorità”)

Inviata tramite SIPE

Milano, 5 giugno 2019

Oggetto: Risposte alla consultazione sul Documento per la Discussione del 19 marzo 2019 denominato “*Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*” formulate dall'Associazione Italia4Blockchain (l'“Associazione”)

Introduzione

Di seguito la scrivente Associazione sottopone a codesta rispettabile Autorità le proprie risposte ai quesiti posti nel Documento in oggetto.

Preliminarmente, ci preme ringraziare l'Autorità per il pregio dell'iniziativa, certamente utile per definire un quadro regolamentare più certo che faccia da volano alle innovative operazioni finanziarie di cui trattasi.

Rimaniamo naturalmente a completa disposizione nel caso volette chiarire una o più delle considerazioni contenute nel presente documento e saremmo certamente felici di poter avere un'interlocuzione diretta con l'Autorità – anche per finalità di confronto su alcuni temi – se ritenuto necessario.

* * *

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?



A S S O C I A Z I O N E
ITALIA4BLOCKCHAIN

In linea generale si condivide la definizione di “cripto-attività”, quantomeno con riguardo ai *token* che includono una componente di “investimento”. Tuttavia, a nostro parere, la definizione di per sé non è sufficiente a fugare ogni dubbio circa la corretta qualificazione della “cripto-attività” in presenza di fattispecie “ibride” che sono peraltro quelle più diffuse ad oggi sul mercato delle ICO.

Sarebbe pertanto auspicabile che l’Autorità emanasse delle linee guida più dettagliate, che forniscano degli esempi di natura pratica e che contengano una matrice esaustiva delle caratteristiche che le “cripto-attività” devono possedere affinché le stesse vengano incluse in (o escluse da) il novero degli:

- (i) strumenti finanziari; ovvero
- (ii) *utility/pure commodity token*.

A nostro parere, mentre il primo punto richiede una disamina più attenta, il secondo potrebbe essere agevolmente risolto, chiarendo che per essere ricondotta alla categoria degli *utility/pure commodity token* una cripto-attività deve consentire l’accesso “immediato” ad un bene o a un servizio già esistente e prontamente erogabile (o già erogato) dalla società emittente (escludendo quindi i derivati).

Tali *utility/pure commodity token* non possono essere quindi emessi con il precipuo scopo di reperire le risorse necessarie per la creazione o lo sviluppo del progetto imprenditoriale promosso attraverso la piattaforma (o dalla piattaforma stessa) su cui verrà fornito e/o erogato un determinato bene o servizio; in altre parole, non possono avere “causa” di finanziamento o di partecipazione del/al progetto ovvero della/alla società offerente, essendo gli stessi equiparabili a dei meri “gettoni digitali” utilizzabili per la fruizione del bene, o del servizio, offerto dalla società emittente attraverso una piattaforma *blockchain* (o equivalente) già operativa.

In quest’ottica quindi, quando l’emissione del *token* sia precedente alla reale fornitura del bene e/o del servizio da parte della società offerente, dovrebbe essere esclusa la natura di *commodity/utility token*, e gli stessi dovrebbero rientrare invece nella categoria di “cripto-attività” in esame.

Quanto al primo punto – ossia alla necessità di distinguere le “cripto-attività” dagli strumenti finanziari, e pertanto isolarle dal campo di applicazione della normativa che regola il mercato di questi ultimi – occorre delineare con più precisione il perimetro della definizione di “cripto-attività” non essendo sufficiente – a nostro parere – richiamare a tale scopo la definizione residuale di prodotto finanziario (ossia “ogni altra forma di investimento” diversa dallo strumento finanziario).

Ciò in quanto, ai sensi della normativa applicabile, non è sempre netta la distinzione tra strumento finanziario e prodotto finanziario. In particolare, la nozione di “*strumenti finanziari*”, di cui al Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58, introduce una categoria giuridica potenzialmente aperta in quanto include – fra l’altro – i “*valori mobiliari*”, i quali sono definiti come: “*categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali*” (art. 1, co. 1-bis, del TUF). I *valori mobiliari* non sono quindi puntualmente determinati ma configurano una



A S S O C I A Z I O N E
ITALIA4BLOCKCHAIN

categoria i cui confini non sono sempre chiari e lasciano certamente aperti dei dubbi interpretativi. Con particolare riguardo alle “cripto-attività” peraltro si deve notare che il requisito della “negoziabilità”, caratterizzante la nozione di “valore mobiliare” e quindi di strumento finanziario è intrinseca nella natura di “cripto-attività”. In assenza quindi di criteri più stringenti e chiari, la “cripto-attività” avente una componente di investimento rischierebbe sempre di rientrare nella nozione di strumento finanziario, con le conseguenze giuridiche, fiscali e operative che ne derivano.

Q.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?

Come detto sopra, si condivide l'impostazione, soprattutto con riguardo alla centralità attribuita al conferimento di una provvista finanziaria al soggetto offerente quale elemento dirimente per l'inquadramento giuridico delle cripto-attività. Tuttavia, suggeriremmo di non limitare la fattispecie al solo “finanziamento” di progetti imprenditoriali: sarebbe infatti più opportuno ricomprendere anche la finalità di “partecipazione” al progetto e/o all'impresa offerente, tipica degli strumenti partecipativi previsti ai sensi dell'art. 2346, 6° comma del codice civile a meno che gli stessi – al ricorrere di determinati requisiti (es. la negoziabilità) siano considerati *ipso iure* “valori mobiliari”, e quindi “strumenti finanziari”.

Q.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)?

Si veda gentilmente la risposta ai Quesiti 1 e 2 che precedono.

Q.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)?

Per non discostarsi troppo dai presidi posti a tutela degli investitori nel mercato “tradizionale” dei capitali, si ritiene opportuno il mantenimento delle soglie ordinariamente previste.

Q.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



A S S O C I A Z I O N E
ITALIA4BLOCKCHAIN

sinergie/opportunità che possano scaturire dallo svolgimento di entrambe le attività, oppure rispetto a eventuali ragioni di contrarietà.

Il portale di *equity crowdfunding*, come già correttamente descritto dall'Autorità, è una piattaforma *on line* gestita da un soggetto vigilato il cui attuale modello di *business* – a parere dell'Associazione – ben si presterebbe alla promozione, e realizzazione, di offerte di cripto-attività di nuova emissione, per la ragione di seguito esposta. In Italia la campagna di *crowdfunding* si sostanzia in un invito pubblico a raccogliere fondi (sotto forma di capitale di rischio) per un progetto specifico; tale attività ha già dimostrato di essere stata validamente svolta e di poter generare un reale beneficio per le imprese in cerca di capitali, tanto che la Legge 30 dicembre 2018, n. 145 (altresi nota come “Legge di Bilancio 2019”) ha ampliato l'ambito di attività delle piattaforme di *crowdfunding* anche alla raccolta di debito. In termini più generali si può sostenere che il *crowdfunding* ad oggi costituisce un efficace strumento di raccolta di fondi (in forma di capitale di rischio e ora anche di debito) per poter attingere più agevolmente alle risorse economiche di terzi attraverso specifiche piattaforme *online*. Tale forma di raccolta “alternativa” ai canali tradizionali ha tuttavia il pregio di essere regolata e vigilata dall'Autorità, con una normativa snella ma efficace che ha conquistato la fiducia del mercato. Tali piattaforme inoltre si avvalgono spesso di sistemi tecnologicamente all'avanguardia che potrebbero essere agevolmente impiegati (con integrazioni minori) per la gestione dell'offerta di strumenti digitali. La promozione di offerte di cripto-attività sembra quindi essere l'evoluzione naturale dell'attività di raccolta presso il pubblico ad oggi effettuata dai portali di *crowdfunding*, all'interno del quadro regolamentare esistente e già validato nel corso degli anni. La possibilità di condurre offerte in contesto *blockchain* offrirebbe inoltre maggiori vantaggi alle imprese in termini di costi di emissione e agli investitori in termini di trasferibilità e gestione degli *asset* sottostanti. Se quindi, per affinità dei servizi ad oggi svolti, le piattaforme di *crowdfunding* appaiono i soggetti maggiormente idonei alla promozione di offerte al pubblico di cripto-attività nella forma di “*security token*”, è ragionevole ritenere che le stesse abbiano, *a fortiori*, anche le competenze e l'infrastruttura tecnologica necessarie per promuovere e gestire l'offerta di *utility token*. Tuttavia è necessario osservare come, sia le piattaforme sia gli intermediari abilitati, dovranno favorire l'allineamento tra quanto avviene nel mondo reale e quanto nella sua trasposizione digitale.

Q.6. Si condivide la proposta di estendere lo svolgimento dell'attività di gestione di piattaforme per le offerte di cripto-attività anche a soggetti operativi 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)?

Con riguardo alla fattispecie indicata nel quesito si ravvedono due principali criticità: (i) la duplicazione normativa; e (ii) un possibile rischio di disparità di trattamento tra i portali di *crowdfunding* e le nuove piattaforme deputate alla sola promozione di offerte di *asset* digitali.



A S S O C I A Z I O N E
ITALIA4BLOCKCHAIN

Quanto al primo punto, occorre preliminarmente ribadire che in ipotesi di *initial coin offering* avente ad oggetto “*security token*” le piattaforme di nuova costituzione dovrebbero essere necessariamente assoggettate alla stessa normativa applicabile alle piattaforme di *crowdfunding*. Ad oggi tale normativa è risultata molto efficiente in quanto, da un lato, ha consentito una buona tutela del mercato e, dall'altro, ha ingenerato fiducia nello stesso (tanto che i dati del *crowdfunding* in Italia continuano a migliorare), ma l'estensione del campo di applicazione del “*Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*” (adottato dall'Autorità con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013) a soggetti diversi dagli attuali gestori di portali di *crowdfunding* rischierebbe di spogliare gli investitori di ogni garanzia sulla qualità del servizio offerto da tali piattaforme *on line*. Pur elogiando la scelta dell'Autorità di sottoporre ai medesimi requisiti soggettivi dettati dal “*Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*” anche gli eventuali nuovi gestori di piattaforme *on line* specializzate nel settore delle *initial coin offerings*, l'Associazione esprime perplessità sull'asimmetria informativa che verrebbe a crearsi tra i gestori di portali e gli investitori: questi ultimi non avrebbero infatti alcuna tutela giuridica con riguardo all'efficacia della tecnologia adottata dalle nuove piattaforme *on line* in un campo, come quello delle offerte di cripto-attività, che risulta “sperimentale” anche per i gestori di portali di *crowdfunding* che possono vantare strutture tecnologiche e informatiche ben più collaudate. L'Associazione non ritiene tantomeno utile la creazione di una normativa ulteriore e parallela rispetto a quella esistente: che rischierebbe di creare una disparità di trattamento tra i portali autorizzati all'attività di *crowdfunding* e quelli invece abilitati alla promozione di offerte di *token* (specie quando rappresentativi di strumenti finanziari). Si potrebbe quindi pensare all'iscrizione delle piattaforme che intendano occuparsi solo di promozione di offerte di *asset* digitali in un'apposita sezione del registro dei portali di *crowdfunding*.

Q.7. 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?

Si condivide l'approccio di promuovere le offerte di cripto-attività di nuova emissione tramite portali di *crowdfunding* autorizzati (ovvero di altri soggetti “vigilati”), operativamente per i motivi sopra detti, ed anche in considerazione delle esigenze di tutela degli investitori, in quanto tali soggetti già svolgono un'attività di gestione delle offerte di strumenti di capitale di rischio nel rispetto di una normativa che, sebbene non sia particolarmente pervasiva, si è dimostrata comunque idonea a garantire il corretto svolgimento di tale attività. In merito alla seconda parte del quesito, rimarchiamo la necessità di veicolare le offerte al pubblico di cripto-attività all'interno delle piattaforme abilitate a tale attività. Si consiglia inoltre, onde evitare la potenziale ricaduta nella categoria degli strumenti finanziari e, quindi, la successiva responsabilità del proponente, di richiedere l'approvazione preventiva di un *whitepaper* da parte dell'Autorità, dove vengano esaustivamente descritte le caratteristiche di una cripto-attività



A S S O C I A Z I O N E
ITALIA4BLOCKCHAIN

che ne comportino l'esclusione dalla succitata categoria. Questa è altresì la prassi in Paesi comunitari che hanno utilizzato un approccio aperto ma attento alla tutela degli investitori, ivi inclusa la Francia, dove anche in caso di adesione al regime di *opt-in* è necessario che il proponente ottenga apposita autorizzazione a procedere.

- Q.8. Si ritiene opportuno, nell'ottica di maggiore tutela degli investitori, stabilire uno stretto collegamento tra 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)**

In merito alla possibilità che esista una relazione tra i soggetti che gestiscono il collocamento sul mercato primario ed i sistemi di scambio di cripto-attività per la negoziazione e il trasferimento delle medesime, è fondamentale condurre una riflessione con riguardo all'infrastruttura tecnologica. I sistemi basati su registri distribuiti non consentono sempre l'interoperabilità e lo scambio di cripto-attività, soprattutto in presenza di tecnologie che adottano protocolli di validazione diversi tra loro. Quindi, se nel mercato primario la cripto-attività è collocata utilizzando un protocollo che permette di rispettare le normative vigenti, questa stessa tecnologia e il relativo protocollo devono essere utilizzati anche per il successivo scambio. In assenza di questa relazione, vi è il rischio che la cripto-attività possa essere scambiata senza conoscere l'effettivo titolare, o che non possa essere scambiata affatto.

- Q.9. Quali requisiti minimi si ritiene che debbano possedere i soggetti che emettono cripto-attività, affinché queste ultime possano essere accettate per la negoziazione?**

Difficile dare una risposta univoca, in quanto è necessario valutare caso per caso la natura del sottostante rappresentato dalla cripto-attività. Certamente possono essere utilizzati come parametro di riferimento le normative e le *best practice* vigenti in materia di strumenti o prodotti finanziari.

Tuttavia, suggeriremmo di non applicare ai soggetti che emettono cripto-attività le restrizioni soggettive presenti nella normativa che regola il mercato dei capitali e, attualmente, anche il *crowdfunding*. Sarebbe forse riduttivo, e contrario allo spirito con cui si sono sviluppate le ICO, escludere dalla pletora degli offerenti determinati soggetti, quali ad esempio persone fisiche e/o associazioni. A tutela del mercato si potrebbero in questo caso prevedere degli ulteriori presidi che permettano di valutare la bontà del progetto e quindi dell'emissione, quali ad esempio, soglie massime di emissione rafforzate rispetto a quelle normali e/o la presentazione di un progetto e/o di un *business plan* "validato".

- Q.10. La proposta definizione di "sistema di scambi di cripto-attività" è idonea a comprendere i modelli di business, allo stato noti, di circuiti per la negoziazione di cripto-asset?**



A S S O C I A Z I O N E
ITALIA4BLOCKCHAIN

Allo stato ci sembra di sì.

Tuttavia, non potendo prevedere futuri sviluppi dei circuiti per la negoziazione, suggeriremmo che l'Autorità detti delle linee guida e ponga dei presidi (applicabili anche in caso di futuri sviluppi dei modelli di *business*) atti a tutelare gli investitori e il mercato nel suo complesso.

Q.11. I requisiti sopra individuati, il cui accertamento è condizione per l'attribuzione della qualifica di sistema di scambi di cripto-attività da parte della Consob, sono presidi sufficienti a neutralizzare i rischi connaturati alla negoziazione di cripto-attività?

Q.12. I requisiti sopra individuati, il cui accertamento è condizione per l'iscrizione del sistema nel registro tenuto dalla Consob, sono presidi sufficienti a neutralizzare i rischi connessi alla custodia delle risorse finanziarie, delle cripto-valute e delle cripto-attività da parte del sistema, nonché alla realizzazione di un regolamento efficiente e sicuro delle contrattazioni che avvengono sul sistema?

Q.13. Quali caratteristiche dovrebbe avere la *blockchain* al fine garantire un adeguato livello di sicurezza del registro distribuito su cui le cripto-attività vengono registrate e trasferite?

Abbiamo dato una risposta unica ai tre quesiti che precedono. In generale, i requisiti indicati dall'Autorità così come i presidi dalla stessa individuati ci sembrano idonei a tutelare il mercato. Condividiamo quindi l'approccio adottato dall'Autorità, sull'assunto che qualsivoglia tecnologia di tipo *blockchain*, in quanto tale, non possa prescindere dall'adozione di algoritmi e tecniche crittografiche specifiche per la marcatura temporale e la cifratura dei dati contenuti nel registro distribuito.

Naturalmente si tratta di una tecnologia in rapida evoluzione, e pertanto non ci sembra possibile in tale sede intercettare i rischi specifici che potrebbero sorgere con l'affermarsi di ulteriori aspetti innovativi oggi non noti.

Premesso quanto sopra, con particolare riguardo al Quesito Q. 13., ci permettiamo di segnalare che, ad ogni modo, occorrerà fare una distinzione tra le caratteristiche intrinseche (derivanti dal codice e dagli algoritmi) ed estrinseche (derivanti dalla modalità di messa in opera).

Le prime sono immutabili (sull'assunto che il *software* applicativo non cambi), le seconde sono mutabili – quindi vanno accertate su base continuativa.

Caratteristiche intrinseche del registro:

- correttezza;
- immutabilità;
- trasparenza (parziale o totale);
- inviolabilità.

Caratteristiche estrinseche:



A S S O C I A Z I O N E
ITALIA4BLOCKCHAIN

- decentralizzazione;
- accessibilità (parziale o totale).

Q.14. 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?

L’Associazione condivide tale scelta.

Potrebbe tuttavia risultare preferibile la soluzione di *opt-in* “rafforzato” ipotizzato in Francia, ove l’Autorità può essere chiamata ad esaminare (su richiesta) anche l’oggetto di un’offerta. Nell’ambito di tale attività di valutazione potrebbe essere altresì operare una classificazione, in un senso o nell’altro, di ciascun *token*.

Inoltre, potrebbe essere utile prevedere un obbligo di redigere un documento informativo semplificato (i.e. una sorta di mini-prospetto o *white-paper*), da pubblicare prima della ICO. Questo, principalmente, nella prospettiva di una maggior tutela degli investitori.

Q.15. 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?

Condividiamo la necessità di introdurre un regime transitorio per la prosecuzione degli scambi sui *token* già emessi.