OSSERVAZIONI AL DOCUMENTO COSOB

LE OFFERTE INIZIALI E GLI SCAMBI DI CRIPTO-ATTIVITÀ

5 giugno 2019

Preambolo

Il presente documento contiene le osservazioni dell'*Associazione Blockchain Italia* in ordine ad alcuni quesiti posti dalla CONSOB con il *Documento per la Discussione* del 19 marzo 2019. Esso è frutto di numerose sessioni di discussione svolte tra gli associati, arricchite anche dall'utile contributo di soggetti esterni all'Associazione.

Il lavoro è caratterizzato da un approccio multidisciplinare, con partecipazione di esperti provenienti da diverse aree di studio e categorie professionali.

Questa Associazione esprime apprezzamento per il pregevole lavoro di preliminare inquadramento sistematico e definitorio svolto dalla Commissione.

* * * * *

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?

*La definizione di «*cripto-attività*» delineata nel Riquadro 1 appare eccessivamente ambigua tale da ricomprendere, in un'ampia lettura, anche i cc.dd.* security token *ed escludendo, invece, in una lettura più restrittiva, gli* utility token *e i* payment token *che nondimeno potrebbero opportunamente godere di un quadro regolatorio distinto e di favore rispetto agli strumenti finanziari e ai prodotti di investimento.*

Peraltro, considerata:

(i) la ibrida e mutevole natura dei cripto asset che si intendono definire;

(ii) la relativa immaturità dell'ecosistema tecnologico e normativo attuale;

*(iii) l''estrema varietà di token scambiati, connessi o meno ad iniziative di «*finanziamento di progetti imprenditoriali*»,*

può essere più opportuno adottare un approccio definitorio neutro, che non congeli il fenomeno in uno schema condizionato dai modelli esistenti di crowdfunding. In tale prospettiva, la definizione di cripto-attività potrebbe essere fornita in termini negativi, ricomprendendo in essa i prodotti finanziari, consistenti in registrazioni digitali su tecnologia DLT, non già ricadenti in altre definizioni particolari (i.e.: strumenti finanziari e prodotti di investimento).

Questa Associazione, infine, suggerisce, nell'ambito regolamentare che la Commissione intende delineare, di adottare un termine che non richiami la nozione di crypto-asset *(o che intenda essere una sua mera traduzione in italiano) poiché quest'ultimo ha significato più ampio rispetto alle cripto-attività qui oggetto di studio.*

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?

Quanto alla finalizzazione al finanziamento di progetti imprenditoriali*. Questa Associazione ritiene che non sia sempre agevole distinguere «*le finalità di finanziamento di progetti imprenditoriali*» da altre finalità affini. Ed anzi, è opinione della scrivente che il diffuso ricorso ai token in ambiti oggi ancora inesplorati porti ad una possibile evoluzione del fenomeno tale da rendere sempre più sottile la linea di confine tra finanziamento di impresa e acquisto di beni o servizi o esercizio di diritti reali o di godimento su asset materiali o immateriali. Peraltro, la definizione di cripto-attività, sempre nel rispetto dell'approccio neutro invocato in risposta al Quesito n. 1, dovrebbe prescindere dall'obiettivo del soggetto emittente (semmai rilevante ai fini del regolamento applicabile in fase di emissione/collocamento) e dovrebbe invece essere incentrato sulle caratteristiche intrinseche dello strumento/prodotto digitale in sé.*

A tale riguardo, esistono sistemi distribuiti che non sono finalizzati al finanziamento di progetti imprenditoriali (es.: FRESCO, BITCOIN CASH, LITECOIN) i cui token tuttavia dovrebbero opportunamente ricadere in una sandbox normativa di favore per l'emissione e scambio di cripto-attività[1].

Quanto all'impiego di tecnologia basata su registri distribuiti*. In conseguenza di tutto quanto esposto nei precedenti paragrafi (approccio neutro, irrilevanza dell'elemento finalistico, mutevolezza del fenomeno), questa Associazione ritiene che l'impiego della tecnologia basata su registri distribuiti (come sarà delineata nei tratti essenziali dall'AgID) debba essere il solo elemento, certo ed obiettivo, che definisce le cripto-attività in senso lato (es.: un set discreto di informazioni registrate su DLT e crittografate con, o riconducibile*

[1] Per una panoramica delle diverse tipologie di token e ICO, si rinvia a MAS- Monetary Authority of Singapore - A GUIDE TO DIGITAL TOKEN OFFERINGS *updated on 5th April 2019*.

univocamente ad, una specifica chiave pubblica). Una tale definizione, andrebbe poi circoscritta alle specifiche cripto-attività che si intende regolare secondo l'approccio escludente delineato nel Quesito n. 1.

***Quanto allo scopo ultimo della circolazione delle cripto-attività in appositi sistemi di scambi**. La circolazione delle cripto-attività avviene spesso su mercati secondari a prescindere dalle intenzioni del soggetto emittente. La natura stessa dei token – indipendentemente dalla tipologia specifica alla quale siano di volta in volta ricondotti – è proprio quella di essere suscettibili di negoziazione e scambio su apposite piattaforme ovvero, addirittura, su network distribuiti di tipo* permissionless*. Ciò considerato, e prefigurando una possibile evoluzione del fenomeno che vede la capillare adozione dei token come rappresentazione digitale di qualsiasi fenomeno giuridico, umano e naturale, questa Associazione suggerisce che la definizione prescinda, anche per questo aspetto, da elementi finalistici, quale lo «*scopo ultimo della circolazione in appositi sistemi di scambi*».*

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)?

La definizione fornita nel Riquadro 1 non esclude efficacemente i pure commodity-token *non destinati alla circolazione su circuiti di scambio di tipo secondario. Peraltro, questa Associazione esprime perplessità in ordine alla definizione di* pure commodity-token *ritenendo in realtà che in un possibile scenario futuribile, non solo qualsiasi token sia suscettibile di essere negoziato su circuiti di scambio di tipo secondario, ma che anzi la loro vocazione primaria sia proprio quella di circolare in mercati di scambio decentralizzati.*

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

In linea di principio, nulla osta a che anche le piattaforme di crowdfunding possano essere soggetti promotori di offerte di cripto-attività. Peraltro, si rinvengono tra i due modelli di business (ICO e crowdfunding) sinergie e opportunità significative. Ancorché la tecnologia e l'architettura distribuita e disintermediata delle piattaforme di emissione e negoziazione dei token siano assai diverse dalla "tradizionale" tecnologia delle piattaforme di crowdfunding, le due modalità di finanziamento appaiono complementari. Infatti, il c.d . network effect *derivante dall'emissione di nuova cripto-attività in relazione a progetti di crowdfunding*

(circolazione e scambio su mercati secondari) può fungere da acceleratore e da leva di primaria importanza per il successo dell'operazione di funding.

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 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)?

Qualora agli exchange, quali soggetti già operanti in cripto-attività, fosse consentito per ciò solo di poter operare nel mercato affine del crowdfunding, si potrebbe ravvisare un conflitto di interessi. Questi, infatti, hanno interesse alla collocazione e scambio delle cripto-attività indipendentemente dalla bontà e sostanza del progetto sottostante, a scapito della primaria tutela del sottoscrittore/compratore.

Q. 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 (cfr. paragrafo che segue)?

*Questa Associazione esprime dubbi sull'opportunità di costituire uno «*stretto collegamento*» tra il momento dell'offerta delle cripto-attività e quello dello scambio delle stesse su sistemi vigilati. L'utilità primaria dei token (e la loro appetibilità), infatti, è nel poter circolare anche* on-the-counter *(*wallet-to-wallet*) o su exchange decentralizzati, tanto più se sviluppati secondo standard comunemente accettati (es.: ERC-20).*

Fermo restando quanto precede, l'Associazione invita questa Commissione a considerare una diversa soluzione che, senza sacrificare le potenzialità di circolazione delle cripto-attività, garantisca cionondimeno la tutela dell'investitore/acquirente: in fase di nuova emissione, i cripto asset potrebbero essere firmati digitalmente dall'Autorità a garanzia e successiva verifica della certificazione del soggetto promotore/emittente.

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 *crypto-asset*?

Si ritiene che la definizione data da questa Commissione non includa tutti i modelli di business noti. Ad esempio non sono ricompresi gli exchange decentralizzati e gli exchange OTC.

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?

In via generale, in relazione alle attuali architetture blockchain permissionless *adatte allo scambio di criptovalute e ammessa l'implementazione di un protocollo di consenso non totalitario, qualunque sia il presidio adottato non potrà mai impedire attacchi "tipo 51%".*

Quanto alle soluzioni permissioned*, il livello di sicurezza può essere valutato solo con riguardo alle scelte architetturali adottate nel caso concreto in relazione allo specifico progetto (sempre composto da un insieme di più tecnologie eterogenee) e non con riguardo alle tecnologie impiegate, singolarmente intese. Ciò significa che è raccomandabile creare un piano per la certificazione del software* blockchain-based*, soprattutto nel contesto delle cripto-attività (alla stregua delle Linee Guida per la Certificazione delle piattaforme di Gioco online).*

*La Commissione UNI/CT 532 "*Blockchain e tecnologie per la gestione distribuita*", o altri enti senza fini di lucro, potrebbero essere preposti allo sviluppo del framework di certificazione.*

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?

Considerata l'evoluzione continua della tecnica, pare difficile individuare una implementazione specifica che possa garantire la totale sicurezza del registro. In tale prospettiva, è più efficace e praticabile garantire la tutela del sottoscrittore/compratore attraverso la certificazione (in chiave opt-in) delle piattaforme e della cripto-attività stessa (come suggerito al precedente Quesito n. 8).

Molti associati, inoltre, sostengono che un efficacie ed ulteriore livello di tutela dei sottoscrittori/compratori potrebbe essere introdotto in fase di pre-ICO attraverso meccanismi di verifica/certificazione del business plan*, anche con inserimento di soglie di esenzione rispetto ai soft-cap e hard-cap necessariamente indicati nel white paper. La verifica di rispetto del BP, potrebbe essere svolta anche in fase di realizzazione del progetto imprenditoriale.*

* * * * *

Per il presente lavoro, un grazie particolare va agli associati **Giorgio Alessandro Donà-Danioni**, **Daniele Majorana**, **Giovanni Perani**, **Francesco Rampone** e **Massimo Romano**.