CRYPTOVALUES

Milano, 4 Giugno 2019

Spettabile

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

Divisione Strategie Regolamentari

Via G.B. Martini, 3

00198 Roma

Inviata Via SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno

**Oggetto: Risposta alla Consultazione pubblica su "Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività"**.

Il Consorzio CryptoValues (di seguito anche solo "**Consorzio**") ringrazia codesta spettabile Commissione per aver dato impulso ad un pubblico dibattito e alla creazione di un quadro normativo per la emissione e lo scambio di cripto-attività. Si ringrazia, inoltre, per l'opportunità offerta di esprimere osservazioni e commenti al documento per la discussione in oggetto non solo sotto il profilo giuridico, ma anche tecnologico (il "**Documento**").

Il Consorzio, che nasce nel 2018, su iniziativa di The Rock Trading S.r.l.[1] insieme ad altre aziende del settore, è una realtà associativa che raccoglie tra i più reputati attori del mercato imprenditoriale e del mondo professionale attivi nel mondo della *blockchain* e delle cripto-valute. Questa associazione vuole porsi come interlocutore rispetto alle Istituzioni, così da farsi portavoce delle esigenze e delle prospettive di un mondo in continua evoluzione ed espansione.

Analizzato nel dettaglio il contenuto del Documento, e tenuto conto di quanto emerso nell'ambito del *public hearing* promosso da codesta spettabile Commissione in Milano lo scorso 21 maggio, il Consorzio CryptoValues si pregia di formulare le seguenti osservazioni.

Si autorizza sin d'ora la pubblicazione e la divulgazione del presente contributo.

[1] The Rock Trading S.r.l. è l'unica piattaforma attualmente esistente e operativa in Italia di trading esclusivamente di cripto-valute. Avendo cominciato l'operatività nel Giugno 2011 con il primo *bitcoin* scambiato sulla piattaforma, oggi è a tutti gli effetti la piattaforma più longeva esistente al mondo. Fondata inizialmente a Malta nel 2013, ha successivamente spostato la sua sede legale e operativa in Italia del 2018, con l'obiettivo di creare e promuovere questa industria in Italia ed in Europa. The Rock Trading è da sempre interessato ad una corretta regolamentazione del mercato delle cripto-valute e ad un proficuo dialogo con il legislatore e regolatore nazionale. Come *exchange*, ha già implementato diversi presidi di accettazione e di vigilanza della clientela in conformità alla IV e IV antiriciclaggio e ai provvedimenti dell'Unità di Informazione Finanziaria per l'Italia.

## Premesse

Prima di passare alla formulazione di puntuali osservazioni in merito ai quesiti posti da codesta spettabile Commissione nell'ambito del Documento, lo scrivente Consorzio intende esprimere apprezzamento per l'iniziativa di regolamentazione del fenomeno legato alle cripto-attività. In particolare, risulta condivisibile la volontà di agevolare, attraverso la creazione di una "*regulatory sandbox*", le operazioni legate alle cripto-attività, che esulano dalla connotazione di strumenti finanziari o di prodotti di investimento. Parimenti, si ritiene essenziale la valorizzazione dei tratti distintivi dei *token,* riconosciuta nel Documento, rispetto ai prodotti finanziari tipicamente conosciuti; ci si riferisce in particolare all'impiego di tecnologie innovative quali le *blockchain permissionless* e la capacità di tali tecnologie di registrare e mantenere inalterata l'evidenza della titolarità dei diritti connessi con le cripto-attività in circolazione.

Il Consorzio, tuttavia, ritiene che al fine di promuovere il mercato della *blockchain* e delle cripto-attività in Italia, vi siano alcuni importanti aspetti da tenere in considerazione. *In primis*, solleva qualche perplessità l'ambito applicativo della prospettata regolamentazione. Pare di comprendere, infatti, che i *token* dotati di determinate caratteristiche ed emessi su piattaforme regolamentate configurabili come prodotti finanziari - ma che *non* sono al tempo stesso strumenti finanziari o prodotti di investimento -, godrebbero di una disciplina *ad hoc* con eventuali esenzioni dalla redazione del prospetto e dalle regole dell'offerta a distanza; mentre tutti gli altri *token,* configurabili come strumenti finanziari (o prodotti di investimento), sarebbero soggetti integralmente alla disciplina MiFID.

Un tale approccio, a parere di scrive, condiviso anche dal mondo accademico in occasione del *public hearing* del 21 marzo 2019 presso l'Università Bocconi di Milano, rischia di non cogliere pienamente le sfide e le opportunità dell'innovazione tecnologica.

Dal momento che, come anche rilevato da codesta spettabile Commissione, la circolazione dei *token* e la sua negoziazione attraverso la tecnologia *blockchain* è un tratto caratteristico del fenomeno, emerge un interrogativo: l'*utility token* "puro", che non presenta alcuna caratteristica di finanziarietà *ab origine*, una volta scambiato su un *exchange* (ovvero, un circuito astrattamente assimilabile ad un MTF) può assumere *ex post* la qualifica di strumento finanziario? Se la risposta fosse affermativa e la successiva negoziazione su piattaforma di scambio qualificasse il *token* come strumento finanziario, l'ambito di applicazione della disciplina in oggetto risulterebbe troppo ristretto ed incerto.

I vari *stakeholder* che operano in questa crescente industria necessitano di una normativa chiara, che rifletta le specificità del nuovo fenomeno, e che non li esponga a rischi di potenziale

riqualificazione giuridica del *token*. Pertanto, la richiesta del Consorzio a codesta spettabile Commissione, proseguendo nella meritoria iniziativa intrapresa, è quella di procedere nel fornire una definizione chiara di cripto-attività, che escluda l'applicazione della disciplina in materia di strumenti finanziari per i soggetti impattati dalla potenziale normativa di prossima emanazione; oppure, qualora si vogliano considerare le cripto-attività al pari degli strumenti finanziari - compatibilmente con i limiti di competenza di codesta spettabile Commissione - sarebbe preferibile procedere con la stesura di una disciplina specifica di tali strumenti, idonea a regolarne le peculiarità, evitando che il regime MiFID abbracci indistintamente tutti gli operatori del mercato e si applichi in toto senza alcuna differenziazione. L'innovazione tecnologica pone, infatti, l'esigenza di rispondere a nuovi fenomeni con nuove regole o quantomeno di chiedersi se la disciplina esistente ed oggi applicabile agli strumenti finanziari non debba essere aggiornata o modificata per rispondere ad una categoria diversa di strumenti.

Il Consorzio è dell'avviso che il comune obiettivo di tutela dei clienti (consumatori o investitori), che interagiscono con il mondo delle cripto-attività, possa essere meglio raggiunto attraverso una puntuale e dedicata disciplina di tale settore. Tale disciplina deve essere tecnologicamente neutrale e deve individuare negli operatori delle piattaforme di offerta e di scambi di cripto-ativitá i "baluardi" del mercato.

Sulla base di quanto sopra, si suggerisce a codesta spettabile Commissione di prevedere anche norme di coordinamento con quanto prevede la disciplina di recepimento della V direttiva antiriciclaggio. A parere di chi scrive, infatti, la disciplina AML pone già un importante pilastro per la tutela del mercato delle cripto-attività: agli *exchange* sono imposti una serie di obblighi che mirano a presidiare i rischi portati all'attenzione del pubblico da codesta spettabile Commissione.

A conclusione, di questa preliminare disamina, il Consorzio vuole porre all'attenzione di codesta spettabile Commissione alcune ulteriori osservazioni di impatto prevalentemente "tecnologico".

La rapida evoluzione tecnologica del settore richiede a codesta spettabile Commissione di meglio classificare gli *exchange* distinguendo fra i servizi di scambio di cripto-attività centralizzati e quelli decentralizzati. Sebbene, al momento, il modello più diffuso sia quello di *exchange* centralizzato - in un'ottica di neutralità tecnologica e per coerenza con l'impostazione di fondo del Documento – sarebbe opportuno considerare anche quelli del secondo tipo.

Altrettanti dubbi, poi, solleva la previsione che "*i sistemi di scambio in parola* [gli *exchange*] *siano dotati di regole e procedure idonee per l'accesso e l'identificazione dei partecipanti in modo tale da rendere inutilizzabili [*sottolineato aggiunto*] tecnologie basate su registri distribuiti nella forma c.d. permissionless*". Tale formulazione, i.e. *"rendere inutilizzabili tecnologie basate su registri distribuiti nella forma c.d. permissionless",* appare opinabile tenuto conto della tecnologia sottesa (i.e. registri

distribuiti) e degli sviluppi commerciali della stessa. Infatti, da un lato, è bene sottolineare che le *blockchain permissionless* permettono solo uno pseudo-anonimato e che il mercato si sta orientando sullo sviluppo di *smart contracts* che identificano i soggetti acquirenti in tutte le fasi di scambio; dall'altro, costituendo le *blockchain permissionless* quasi la totalità delle *blockchain* presenti sul mercato, la restrizione prevista nella formulazione del Documento in commento potrebbe vanificare la finalità di costituire un mercato secondario di cripto-attività per un rilancio del settore del *crowdfunding* a livello italiano ed europeo. Ciò, in quanto gli *exchange* potrebbero svolgere la loro attività con riferimento ad una manciata di *token* o poco più.

***

Tutto ciò precisato, nel proseguo, si forniscono le osservazioni in merito ad alcuni dei quesiti, formulati nell'ambito del Documento da parte di codesta spettabile Commissione.

**Quesiti Q1 e Q3**

**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?**

**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)?**

**Osservazioni:**

Con riferimento al quesito Q1, la definizione di cui al Riquadro 1 del Documento riconosce solo le *distributed ledger technology* (DLT) e *blockchain* che permettono l'identificazione del titolare dei diritti relativi agli investimenti sottostanti. Tale formulazione sembrerebbe includere solo le DLT/ *blockchain* private. Ora, sebbene tutto il fenomeno della "circolazione della cripto-attività" sollevi degli importanti interrogativi sotto il profilo dell'antiriciclaggio ("**AML**") e del contrasto del finanziamento del terrorismo ("**CFT**"), non si vede l'utilità di estromettere dall'alveo definitorio una fetta importante di *token* (i.e. quelli scambiati attraverso la "*blockchain permissionless*"). Le condivisibili richieste di presidio della disciplina AML e CFT ben potrebbero trovare migliori risposte in una sede normativa diversa: in specifiche norme sanzionatorie, ad esempio. Inoltre, come già

evidenziato nelle Premesse, la IV e la V direttiva antiriciclaggio, pongono già a carico degli *exchange* una serie di obblighi che rendono, di fatto, le piattaforme di scambio delle "sentinelle" a servizio del sistema di vigilanza del settore.

Con riferimento al quesito Q3, a parere di scrive, l'iniziativa di regolamentazione del fenomeno delle cripto-attività prospettata nel Documento è condivisibile, così come appare condivisibile, salvo quanto precisato nel seguito e nelle Premesse, la definizione di "cripto-attività".

In linea generale la definizione proposta riesce a catturare e a dare evidenza delle specificità rilevanti delle cripto-attività rispetto a tipologie di prodotti simili, ovvero, la natura di registrazioni digitali rappresentative di diritti e l'utilizzo di tecnologie innovative quali la *blockchain*. Tuttavia, nonostante l'ambito di applicazione oggettivo preso in considerazione dalla definizione, possa apparire assai circoscritto rispetto alle tipologie di *token* che, nell'ambito del mercato si stanno sviluppando e si sono già sviluppate (si fa qui riferimento all'esclusione esplicita di tutti i *token* assimilabili a strumenti finanziari o prodotti di investimento), la destinazione alla successiva negoziazione, potrebbe, in realtà, contribuire a ricomprendere nella definizione di cripto-attività dei *token* volutamente esclusi.

Si richiama, inoltre, quanto già esplicitato nelle Premesse con riferimento ai *pure-commodity token*/*utility token* e al rischio (per gli operatori del settore) che essi siano riqualificati strumenti finanziari per il solo fatto di essere negoziati su piattaforme di scambio – astrattamente assimilabili a MTF -, per aggiungere che in base a tale ricostruzione molti *token* potrebbero mutare la loro natura in una fase successiva all'emissione: diventando dei *token* ibridi. In questo caso diverrebbe ancor più complessa la loro qualificazione giuridica; e come è noto l'incertezza non è volano per lo sviluppo del business da parte degli imprenditori del settore. Tale incertezza è anche ribadita nel Parere rilasciato da ESMA alla Commissione UE nel gennaio 2019; l'Autorità sottolinea la difficoltà di qualificazione dei *token* ibridi e considera insoddisfacente l'utilizzo di un criterio di "prevalenza" dell'una, o dell'altra componente, per stabilire in quale categoria (o sotto-categoria) ricada il *token*.

Alla luce di ciò, il Consorzio ritiene preferibile che la proposta normativa escluda esplicitamente e categoricamente che il sistema di scambio dei *token* sia qualificato come MTF e che, questi ultimi, su di esso negoziati, siano qualificati come strumenti finanziari.

**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?**

**Osservazioni:**

Si condivide la centralità della finalizzazione al finanziamento di progetti imprenditoriali, che ben collima con le finalità del mercato del *crowdfunding,* e la centralità dell'impiego di tecnologia basata su registri distribuiti, con una precisazione rispetto a quanto riportato nel riquadro 1: l'incentivo economico attribuito a coloro che concorrono a validare le transazioni ("*miner*s") e che come corrispettivo ottengono i *token* è il vero motore che garantisce la sicurezza delle *blockchain* più affidabili e sicure nel mercato delle cripto-attività (leggasi, Bitcoin e Ethereum). Infatti, per le DLT pubbliche, se manca l'incentivo economico il sistema risulta inefficiente[2]; ne conseguono livelli di tutela dell'utilizzatore variabili a seconda della *blockchain* utilizzata.

Riguardo lo scopo ultimo della circolazione delle cripto-attività, si condivide l'impostazione di fondo del Documento - anche e soprattutto in un'ottica di rilancio del mercato secondario del *crowdfunding*. Pertanto, il Consorzio, proprio al fine di salvaguardare gli investitori italiani e di dare stimolo al mercato delle cripto-attività, suggerisce a codesta spettabile Commissione di porre particolare attenzione rispetto alle differenti tecnologie utilizzabili per la emissione e circolazione delle cripto-attività (*i.e.* DLT, *blockchain permessioned e permissioneless)*.

**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)?**

**Osservazioni:**

A parere del Consorzio, considerando i noti problemi che hanno afflitto il mercato delle *initial coin offering* (iniziative piramidali, schemi ponzi ed altre forme di comportamenti illeciti), prevedere una disciplina delle cripto-attività senza soglie ha il merito di creare un minimo comun denominatore a livello regolamentare, a presidio degli investitori.

Si potrebbe poi, in una seconda fase, confortati dai primi dati statistici, valutare l'adozione di eventuali soglie di esenzione per l'emissioni di *token* da parte delle PMI. Parimenti, sarebbe essenziale garantire che i requisiti regolamentari italiani non siano eccessivamente rigidi se

[2] NAKAMOTO, S, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, 2018, https://bitcoin.org/bitcoin.pdf

comparati a quelli in cui incorrono gli operatori che decidono di promuovere l'iniziativa all'estero; ciò anche al fine di disincentivare fenomeni di "*shopping normativo*".

**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? 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.**

**Osservazioni:**

Si condivide e si saluta con grande favore tale proposta.

L'idea del *crowdfunding* quale naturale alveo in cui favorire uno sviluppo "ordinato" del fenomeno ICOs è meritevole di attenzione sia in una prospettiva di armonizzazione della normativa europea, che da un punto di vista dello sviluppo delle iniziative imprenditoriali nel nostro Paese. Un approccio non dissimile è stato adottato dal legislatore europeo nella più recente bozza di *Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*, ove si individuano le ICOs quale possibile strumento per rilanciare il mercato europeo del *crowdfunding*.

Il mercato del *crowdfunding* è in attesa di esprimere le proprie potenzialità, in Italia, come in Europa e l'ampliamento della disciplina di tale mercato – soprattutto con riferimento al secondario – potrebbe darvi un grande impulso, fungendo anche da volano per lo sviluppo di nuovi modelli di business in ambito di cripto-attività e *blockchain*. Tale scelta, sarebbe inoltre coerente con gli scopi delle recenti modifiche alla disciplina del *crowdfunding* con le quali il legislatore italiano ha deciso di consentire, in via generale, a tutte le piccole e medie imprese di accedere a questo canale di raccolta di capitale (Legge di Bilancio 2017).

Sotto il profilo tecnico, ancora, si segnala che la promozione di offerte di cripto-attività di nuova emissione sui portali di *crowdfunding*, comporta da parte dei gestori di questi ultimi l'implementazione di strutture organizzative e di procedure informatiche adeguate, legate a questa nuova tecnologia, radicalmente diverse da quanto necessario per la gestione di una piattaforma di *crowdfunding*. Di ciò, codesta spettabile Commissione dovrebbe tenerne conto nell'ambito delle previsioni normative della disciplina transitoria.

**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)?**

**Osservazioni:**

Si condivide la proposta di codesta spettabile Autorità tenuto conto che un soggetto, già operante, avrebbe le conoscenze e la struttura tecnologica idonea per condurre in sicurezza un'emissione di cripto-attività, come già indicato in risposta al quesito Q5.

In tale ambito è comunque opportuno sottolineare che, quando gli *exchange* non assolvono anche la funzione di proponente tramite *initial exchange offering* (IEO) (si veda la osservazione 8 *infra*), ma svolgono la funzione canonica di negoziazione (intermediazione) delle cripto-attività, si reputa preferibile non estendere loro il regime (organizzativo e di procedure interne) previsto per le piattaforme di *crowdfunding*. Infatti, data la natura fortemente transnazionale degli *exchange*, l'investitore che detiene dei *token* di qualunque tipo può liberamente scegliere se scambiarli per mezzo di una piattaforma italiana o estera; oppure, questi è libero di scambiarli direttamente con un altro investitore anche di persona. Tali aspetti, conseguenti alla natura decentralizzata della *blockchain,* rendono poco proficuo – se non dannoso – porre delle restrizioni a carico degli *exchange* italiani.

**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?**

**Osservazioni:**

Con riferimento alle piattaforme per lo svolgimento delle offerte - come già indicato in risposta al quesito 5, e come *infra* in risposta al quesito 8 – si precisa che esse avrebbero un ruolo di garanzia nei confronti dell'investitore.

Lo sviluppo e la promozione di questo tipo di piattaforme "regolamentate" è auspicabile, ma, data la fase iniziale del ciclo tecnologico e la possibilità di sviluppo di nuovi modelli di *business*, lasciare un regime di *opt-in* in una fase preliminare di applicazione della norma sarebbe ottimale.

**Q8: 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)?**

**Osservazioni:**

Si condivide la proposta di emissione di *token* secondo le finalità tipiche del settore del *crowdfunding* attraverso piattaforme vigilate, che avrebbero il ruolo di verificare la sussistenza di premesse e modelli imprenditoriali solidi.

A beneficio del confronto, inoltre, si segnala i che il mercato delle ICOs, a seguito delle problematiche manifestatesi, ha visto l'affermarsi di un recente nuovo modello di business: le Initial Exchange Offering (IEO). Gli IEO offrono un modello alternativo di offerta di *token* ove l'emittente/offerente/proponente "raccoglie" capitali presso il pubblico offrendo in vendita i *token* direttamente sugli *exchanges* senza lanciare il progetto attraverso una ICO con *smart contract* sul proprio sito web. Il principale vantaggio di questo modello è che una volta completato la IEO, i token sono immediatamente pronti per essere scambiati sull'*exchange*, risolvendo i*n nuce* il problema delle molte ICOs che non riescono a quotarsi sulla piattaforma di scambio[3].

I benefici paiono essere molteplici: (i) gli investitori possono essere sicuri che il progetto non svanirà una volta completato il *crowdfunding* sulla piattaforma dell'offerente; (ii) il processo di quotazione direttamente sulla piattaforma di scambio garantisce che il *token* emesso mediante IEO abbia subito un mercato in cui venir negoziato consentendo, inoltre, agli sviluppatori, di concentrarsi sulle attività di *core business*; mentre l'*exchange* cura i dettagli della raccolta fondi per il progetto; (iii) la piattaforma di scambio ha il dovere nei confronti dei propri *stakeholder* di eseguire una approfondita *due diligence* di ciascun progetto, in quanto potrebbe patire un notevole rischio reputazionale qualora uno dei progetti fosse privo di fondate basi economiche.

**Q9: Quali requisiti minimi si ritiene che debbano possedere i soggetti che emettono cripto-attività, affinché queste ultime possano essere accettate per la negoziazione?**

[3] Solo un terzo delle ICOs riesce poi ad accedere ad un *exchange*. *Cfr. ICORating Annual Report 2017*, p. 6, https://icorating.com/ICORating_annual_report_2017.pdf

**Osservazioni:**

Premettendo che risulta difficile regolamentare o limitare la negoziazione dei *token*, in quanto la tecnologia è concepita proprio per farli circolare liberamente in qualsiasi piattaforma che si trovi in qualunque paese del mondo, un punto di partenza potrebbe essere quello di prevedere dei requisiti analoghi a quelli previsti per i soggetti che raccolgono capitale di rischio sulle piattaforme di *crowfunding*. Inoltre, data la specificità del fenomeno, sarebbe importante richiedere ai soggetti che emettono cripto-attività di produrre una autocertificazione che dia atto della bontà tecnica dello *smart contract* e del *token* emesso.

**Osservazioni al Punto 4 del Documento**

In relazione al terzo capoverso, è bene precisare che le chiavi private e pubbliche non identificano (in senso anagrafico) ciascun utente ma permettono al detentore di controllare/trasferire i *token* sulla relativa *blockchain*. Chi possiede la chiave privata, controlla l'asset in regime simile a quello "al portatore".

A tal proposito, il Consorzio intende sottolineare che gli *exchange* centralizzati sono un presidio preziosissimo ai fini regolatori poiché sono gli unici soggetti che custodiscono la copia delle chiavi private e pubbliche degli investitori (oltre ovviamente agli investitori che detengono direttamente le proprie chiavi).

**Osservazioni al Riquadro 5 del Documento**

Il Consorzio ritiene opportuno non limitare l'accesso alla piattaforma di scambio esclusivamente alla cripto-attività oggetto di offerta al pubblico e/o secondo le regole indicate, altrimenti si bloccherebbe eccessivamente il raggio d'azione dell'*exchange*, esponendo quest'ultimo al rischio di avere un mercato troppo poco liquido e di vedere una fuga di clienti verso altre piattaforme.

Con riferimento ai generici requisiti di cui all'elenco del Riquadro 5, ricordiamo che, proprio per la specificità della materia in oggetto – caratterizzata da un mutamento del paradigma tecnologico –, sarebbe necessario un confronto sui vari punti dell'elenco analizzandone i diversi risvolti tecnologici. Il Consorzio, vantando al suo interno competenze molto qualificate[4], si rende ovviamente disponibile a partecipare ad un tavolo di confronto con codesta spettabile Commissione.

[4] *Inter alia*, sia consentito ricordare che The Rock Trading S.r.l. ha concluso partnership prestigiose con realtà internazionali, tra cui Jumio, provider di servizi di identificazione della clientela, riconosciuto in Europa e abilitato per la certificazione Safe Harbor Act, e GreenAddress, uno dei *wallet* Bitcoin più sicuri al mondo.

Inoltre, nell'ultimo capoverso di pag. 13, come evidenziato nelle Premesse, si ritiene che la scelta di escludere e rendere inutilizzabili le tecnologie basate su registri distribuiti in forma c.d. *permissionless* comporterebbe la totale esclusione dell'Italia da questo tipo di mercato. Ciò comporterebbe, da un lato, la mancata protezione degli investitori italiani che, data la natura transnazionale del fenomeno, sarebbero costretti ad operare su piattaforme estere, a volte molto meno regolamentate e meno sicure sotto il profilo della sicurezza informatica; dall'altro, un'ingiustificata lesione delle aspettative dei vari operatori che stanno investendo in questo settore.

**Q10: 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?**

**Osservazioni**

Il Consorzio ritiene che la definizione sia idonea a comprendere i modelli di business, allo stato noti, di circuiti per la negoziazione di cripto-attività.

**Q11: 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?**

**Osservazioni**

*In primis*, è importante precisare che i "rischi" sono connaturati alla fase di emissione del *token* piuttosto che alla fase di scambio. Con riferimento ai requisiti, si rinvia a quanto già detto *supra* nelle Osservazioni al Riquadro 5 del Documento.

**Q12: 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 finanziare, 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?**

---

Inoltre, The Rock Trading si avvale dell'avanguardistico sistema Liquid per il trasferimento di *bitcoin*, nonché della collaborazione dell'azienda internazionale Bloomberg.

**Osservazioni**

I requisiti individuati non sono presidi sufficienti a neutralizzare i rischi connessi alla custodia delle risorse finanziare, delle cripto-valute e delle cripto-attività, in quanto tale obiettivo è ottenibile solo con un efficace sistema di *cyber security*. Si rinvia, inoltre, a quanto già detto *supra* nelle Osservazioni al Riquadro 5 del Documento.

**Q13: 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?**

**Osservazioni**

Allo stato attuale di sviluppo della tecnologia, le uniche *blockchain* in grado di garantire il maggior livello di sicurezza sono quelle di tipo *permissionless* (pubbliche), poichè basate su tecnologia *opensource*, che, rendendo il codice sorgente aperto, offrono quel grado di trasparenza necessario per evitare l'aggiunta di eventuali "codici maligni" o per intercettare rapidamente potenziali vulnerabilità del codice.

Inoltre, si segnala che il livello di sicurezza di una *blockchain* è correlato al numero di nodi presenti nella rete: ad oggi, la *blockchain* con più nodi al mondo - e dunque la più sicura -, è quella di *Bitcoin*.

**Q14: 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?**

**Osservazioni**

Si condivide un meccanismo di *opt-in* anche per i sistemi di scambi di cripto-attività di nuova emissione.

Gli obblighi informativi previsti per i sistemi di scambi, tuttavia, non vanno estesi alle cripto-attività già presenti nella piattaforma degli *exchange*. Se il meccanismo di *opt-in* dovesse essere applicabile alla totalità delle cripto-attività scambiate, questo scoraggerebbe di certo i gestori a proseguire nell'attività.

**Q15: 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?**

**Osservazioni**

Si ritiene che un regime transitorio sia auspicabile, per permettere ai soggetti di conformarsi al nuovo impianto regolamentare. Non si ritiene invece auspicabile che lo stesso impianto sia applicabile per la prosecuzione di scambi già in essere. Il rischio a cui ci si esporrebbe sarebbe quello di una fuga verso altri mercati, il cui esito naturale sarebbe la prematura fine di questa industria.

***

Per ogni ulteriore chiarimento o approfondimento dovesse occorrere, si prega codesta spettabile Commissione di voler contattare Federica Rocco (federica@cryptovalues.eu) e Andrea Medri (andrea@cryptovalues.eu) che hanno preso in carico la trasmissione del presente documento.

Con l'occasione si porgono cordiali saluti.

Arch. Federica Rocco