ITALIAFINTECH

Spett.le

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

Divisione Strategie Regolamentari

Via G. B. Martini, 3

00198, Roma (RM)

Milano, 5 Giugno 2019

Oggetto: **Risposta alla consultazione sul Documento per la Discussione del 19 marzo 2019 denominato "Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività".**

Con la presente, l'Associazione ItaliaFintech, con il supporto del suo partner Studio legale Chiomenti, formula le proprie considerazioni ai quesiti posti da codesta Autorità nel Documento per la Discussione del 19 marzo 2019, denominato "Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività" (di seguito, il "**Documento**"), al fine di contribuire al dibattito sulla nella materia in esame[1].

1. INTRODUZIONE

In via preliminare, l'Associazione desidera esprimere il proprio apprezzamento all'iniziativa assunta da codesta Autorità, poiché ritiene che l'avvio di un ponderato e diffuso esame sulle complesse questioni giuridiche e operative collegate all'offerta e alla negoziazione di cripto-attività possa recare molteplici benefici al settore, più marcati e più duraturi dei relativi oneri, così da porre le basi per lo sviluppo di un vero e proprio nuovo mercato, capace di convogliare risorse e investimenti verso le imprese italiane.

L'Associazione ritiene che il dibattito sui temi in oggetto potrà contribuirà a fare certezza sulla fisionomia del fenomeno e sul suo inquadramento giuridico. Si tratta, invero, di una premessa indispensabile per costruire un *framework* normativo *ad hoc*, composto da regole chiare e in grado di contemperare le esigenze di flessibilità tipiche dell'impresa con quelle di tutela del pubblico risparmio.

L'Associazione è, infatti, consapevole che solo all'interno di un ambiente regolato o – comunque – adeguatamente vagliato sul piano della conformità al diritto positivo, possa svilupparsi un mercato complessivamente solido, profittevole e duraturo. La regolamentazione come volano e non come freno delle iniziative imprenditoriali. È questo ad avviso dell'Associazione l'obiettivo da raggiungere attraverso un sistema di regole proporzionato che, nel rispetto dei principi i quali informano la

[1] L'Associazione ringrazia per il supporto anche lo Studio legale Gattai Minoli Agostinelli & Partners, nell'ambito dell'attività di advisory delle sue clienti.

disciplina delle attività riservate, non diano comunque luogo a barriere all'ingresso nel mercato tali da escluderne lo sviluppo. Pertanto, è indispensabile che tutte le componenti che partecipano a questo dialogo, si impegnino per ricercare un equilibrio tra le varie esigenze che animano la predisposizione di un nuovo assetto regolamentare per le cripto-attività, prefigurando con chiarezza gli obbiettivi e le aspettative di tutto il mercato.

L'Associazione ritiene che l'esempio da seguire sia quello dell'*equity crowdfunding*. In questo settore, infatti, l'introduzione della normativa ha determinato la nascita e lo sviluppo del mercato. Gli interventi del *regulator* che si sono succeduti negli anni, hanno permesso di consolidare il mercato, coltivandone le potenzialità e selezionando gli obblighi realmente significativi per la protezione degli investitori. In questo senso, la disciplina dell'*equity crowdfunding* può rappresentare un modello, sia per i principi che ne hanno ispirato l'emanazione, sia per i contenuti, che offrono soluzioni adattabili anche alla variegata realtà delle cripto-attività.

Da ultimo, pare opportuno sottolineare la dimensione ormai internazionale assunta dal fenomeno delle cripto-attività e delle c.d. Initial Coin Offerings ("**ICOs**"), per cui numerose Autorità hanno già assunto iniziative analoghe a quella promossa in questa sede da Consob. L'auspicio dell'Associazione è che, anche sulla scorta delle esperienze maturate in altre giurisdizioni europee ed extra-europee, anche l'Italia possa dotarsi di un apparato regolamentare adeguato a cogliere le numerose opportunità che queste innovazioni tecnologiche portano con sé, senza tuttavia sacrificare le esigenze di protezione e certezza del diritto, indispensabili per un ordinato e proficuo sviluppo del mercato.

2. OSSERVAZIONI AL DOCUMENTO

2.1. Aspetti definitori

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?

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?

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)?

I quesiti nn. 1-3 risultano fortemente intrecciati fra loro e saranno pertanto trattati congiuntamente.

La regolamentazione allo studio dovrebbe riguardare (come si evince anche dal Q.3.) soltanto i *token* che abbiano le caratteristiche proprie dei "prodotti finanziari", ma - al contempo - non siano riconducibili ad alcuna delle categorie di strumento finanziario (come previste dalla MiFID II) né all'insieme dei prodotti di investimento assicurativo.

Si sottolinea inoltre la necessità di una chiara e assoluta esclusione delle *criptovalute* dalla regolamentazione in oggetto.

In quest'ottica, ad avviso dell'Associazione la definizione di "cripto-attività": (*i*) coglie gli elementi caratteristici delle cripto-attività (pur con la precisazione che si dirà dopo con riguardo al profilo del "***finanziamento** di progetti imprenditoriali*"); (*ii*) dovrebbe nondimeno essere integrata con l'introduzione di regole atte a stabilire il contenuto, in termini di possibili diritti ed obblighi delle parti (emittente – investitore), dei *token*.

Ad avviso dell'Associazione questa integrazione è necessaria al fine di poter impostare una chiara distinzione: (a) in primo luogo, fra i *token* che hanno natura finanziaria e quelli che ne sono privi (cc.dd. "*commodity token*"); (b) all'interno dei *token* "finanziari", tra quelli che rientrano nell'insieme degli "*strumenti finanziari*" e quelli che rientrano soltanto nella nozione di "*prodotto finanziario*"[2].

Quest'ultimo profilo è a nostro giudizio particolarmente significativo tenuto conto del fatto che il regime applicabile all'offerta e alla negoziazione dei *token* può variare sensibilmente (come evidenziato anche nel Documento) a seconda che gli stessi debbano qualificarsi come *strumenti finanziari* o soltanto come *prodotti finanziari*.

In proposito, l'Associazione ritiene che la normativa vigente e la proposta di definizione recata nel Documento, anche se lette congiuntamente, lascino ancora spazio a incertezze interpretative e applicative.

Quanto alla normativa vigente deve infatti rilevarsi, da un lato, che la nozione di *prodotto finanziario* è molto generale, dall'altro, che la categoria degli *strumenti finanziari* è aperta in quanto include – fra l'altro – i "*valori mobiliari*", i quali sono così definiti: "*categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali*" (art. 1, co. 1-*bis*, del TUF). I *valori mobiliari* non sono quindi tassativamente predeterminati ma configurano un insieme aperto, tanto è vero che l'elenco di titoli di cui alle lett. a) – c) della stessa norma (art. 1, co. 1-*bis*, del TUF) è proposto a mero titolo di esempio (in linea del resto con l'omologa previsione della MiFID II, art. 4, par. 1, n. 44).

Consegue da questo assetto che oggi il principale fattore di distinzione tra ciò che è *strumento finanziario* e ciò che è soltanto *prodotto finanziario* può essere individuato nella *negoziabilità* o meno del titolo sul mercato dei capitali[3]. A parità di diritti incorporati nel titolo se questo è *negoziabile* si ha uno *strumento finanziario*, se non lo è si ha un *prodotto finanziario*.

Ciò detto, l'Associazione ritiene che nel caso dei *token* questo criterio non possa essere utilmente impiegato, poiché le cripto-attività oggetto del Documento sono solo quelle negoziate o destinate a essere negoziate all'interno di sistemi di scambi.

Pertanto, l'elemento di distinzione tra i *token-strumenti finanziari* e i *token-prodotti finanziari*, va probabilmente ricercato altrove, verosimilmente nel contenuto (nel tipo) dei diritti incorporati nelle specifiche cripto-attività. In tal senso, dunque, potrebbe essere integrata la nozione ipotizzata nel Documento nella parte in cui oggi – in modo generale – riferendosi al contenuto dei *token*, parla di "*diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali*".

Per le suddette ragioni, si auspica che la futura disciplina indichi in modo più puntuale il contenuto dei *token-prodotti finanziari* cui essa si riferisce, al fine di rendere più agevole e meno rischiosa (per gli operatori e – in definitiva – anche per il mercato) la valutazione (che dovrà comunque esser fatta caso per caso) circa la natura giuridica dei *token* (strumenti finanziari/prodotti finanziari/*commodity*) ed il connesso regime normativo. Un eventuale intervento definitorio da parte della Consob sarebbe, del resto, in linea (i) con le raccomandazioni dell'ESMA in tema di ICO, che – in punto di classificazione dei token – afferma "*the actual classification of a crypto-asset as a financial instrument is the responsibility*

[2] Il riferimento è a quegli *asset* che non sono *strumenti finanziari* ma sono ugualmente inclusi nell'insieme più ampio dei *prodotti finanziari*, in quanto rappresentano *altre forme di investimento di natura finanziaria*.

[3] La negoziabilità di uno strumento dipende peraltro, a sua volta, dal fatto che esso sia rappresentato da un titolo di massa, avente caratteristiche *standard*.

of an individual NCA and will depend on the specific national implementation of EU law"[4] e (ii) con l'approccio adottato da alcune Autorità di vigilanza europee[5].

In questa prospettiva, l'Associazione auspica la definizione di linee guida che forniscano agli operatori criteri e *standard* utili alla pratica risoluzione di problematiche di qualificazione dei token.

Ci sembra in particolare utile che tali linee guida, anche allo scopo di assicurare l'aggiornamento e l'allineamento rispetto all'evoluzione tecnologica, siano predisposte con il contributo, nelle forme che potranno ovviamente essere valutate da codesta Autorità, delle associazioni di operatori attivi in questi mercati.

In particolare, si potrebbe anche valutare che le linee guida siano predisposte dalle associazioni maggiormente rappresentative e sottoposte a codesta Autorità per le sue valutazioni e per l'eventuale approvazione, replicandosi così il modello di quanto accade in attuazione della "*Policy per la validazione delle linee-guida elaborate dalle Associazioni degli intermediari*" pubblicata dalla Consob in data 2 maggio 2008.

Quanto sopra a meno ovviamente di non voler valutare il ricorso ad opzioni normative diverse da quella ipotizzata nel Documento, ad esempio, fondate sulla stessa ipotesi di esenzione (art. 3 della MiFID II) applicata nel nostro ordinamento ai gestori "non di diritto" di piattaforme di *equity-crowdfunding*. Qualora si optasse per questa seconda possibilità, dunque, indipendentemente dalla qualificazione giuridica delle singole cripto-attività, le piattaforme potrebbero essere esentate dalla disciplina in materia di servizi di investimento (inclusa la riserva di attività), qualora l'operatività delle medesime fosse limitata alla ricezione degli ordini aventi ad oggetto i *token* e alla relativa trasmissione a intermediari autorizzati, senza detenzione di fondi o cripto-attività dei clienti.

Un'ultima osservazione circa il profilo della "*finalizzazione al finanziamento di progetti imprenditoriali*". Questa Associazione ritiene opportuno sostituire il termine "*finanziamento*" con "*investimento*", che sembra aderire meglio alla sostanza economica delle operazioni sottostanti l'emissione dei *token* e, soprattutto, non evoca l'esistenza di un'obbligazione di rimborso in capo all'emittente[6].

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)?

A giudizio dell'Associazione, i presìdi prospettati dalla Consob a tutela degli investitori che ricorrano alle piattaforme autorizzate e regolate (*e.g.* requisiti soggettivi della piattaforma, regole di organizzazione, obblighi di condotta) sono tali da rendere non necessaria la fissazione di soglie massime di valore per le emissioni.

In ogni caso, potrebbe valutarsi la possibilità di introdurre soglie di valore differenziate (e graduate) sulla base di specifici parametri, quali – ad esempio – la natura dell'emittente (persona fisica/start-up, società di capitali con operatività avviata), l'esistenza di valutazioni indipendenti e qualificate sul

[4] ESMA, Advice on Initial Coin Offerings and Crypto Assets, pubblicato il 9 gennaio 2019. p. 19.

[5] Ad esempio, l'Autorità francese, nel "Discussion Paper on Initial Coin Offerings (ICOs)" pubblicato il 26 ottobre 2017, offre talune indicazioni utili per la classificazione dei *token*.

[6] Obbligazione che, invece, se presente porrebbe rilevanti temi in punto di qualificazione del *token* come valore mobiliare (in quanto "titolo di debito") e in punto di raccolta del risparmio tra il pubblico.

progetto imprenditoriale proposto e sul relativo business plan, la destinazione di una parte dell'emissione a investitori professionali.

Potrebbe altresì valutarsi l'introduzione di un limite massimo all'importo della sottoscrizione in ciascuna singola offerta da parte degli investitori retail, in particolare nell'ipotesi in cui la nuova regolamentazione non dovesse prevedere l'obbligo di valutare l'appropriatezza dell'investimento al profilo del cliente o l'adozione di presìdi analoghi a tutela delle scelte d'investimento compiute dai risparmiatori.

2.2. Piattaforme per le offerte di cripto-attività

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.

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)?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?

Si concorda con la proposta della Consob di consentire ai gestori di portali di *equity-crowdfunding* di realizzare offerte di cripto-attività di nuova emissione, senza richiedere una nuova e specifica autorizzazione.

Il portale di *equity crowdfunding*, come già descritto dalla Consob, è un soggetto vigilato che basa la sua attività sull'operatività *online*. In Italia la campagna di *crowdfunding* si articola come 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 esercitata e di poter generare un reale beneficio per le imprese in cerca di capitali, tanto che la legge di bilancio 2019 ha ampliato l'ambito di attività delle piattaforme di *crowdfunding* anche alla raccolta di debito. In termini più generali si potrebbe sostenere che il *crowdfunding* oggi costituisca 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 la bontà di essere regolata e vigilata da CONSOB 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 impiegati (con integrazioni minori) per la gestione dell'offerta di strumenti digitali. La promozione di offerte di cripto-attività sembra quindi essere una possibile, naturale, evoluzione dell'attività di raccolta presso il pubblico già effettuata dai portali di *crowdfunding*, all'interno del quadro regolamentare esistente e validato nel corso degli anni. L'ulteriore digitalizzazione dello strumento offrirebbe quindi maggiori vantaggi alle imprese in termini di costi di emissione e agli investitori in termini di trasferibilità e gestione degli strumenti finanziari. Basti pensare che attraverso un'applicazione digitale (c.d. *wallet*) sarebbe possibile per l'investitore detenere i suoi *token*, anche quando questi rappresentano strumenti finanziari, nei limiti previsti dalla normativa applicabile alla detenzione di strumenti finanziari delle piattaforme per conto dei propri clienti. 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 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.

Ciò posto, si ritiene che l'offerta dei *token* e le relative piattaforme dovrebbero essere soggette alla stessa normativa applicabile al *crowdfunding*. Poiché 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), non riteniamo utile la creazione di una normativa ulteriore e parallela rispetto a quella esistente.

Fermo restando quanto appena detto, laddove invece lo svolgimento delle ICO fosse soggetto a una disciplina diversa da quella delle operazioni di *equity-crowdfunding*, si ritiene opportuno prevedere adeguati meccanismi di *disclosure* e misure organizzative (tra cui la separazione delle piattaforme cui fa cenno il Documento) volti ad evitare che gli investitori possano confidare, con riguardo ad entrambe le tipologie di offerta, nell'applicazione di identiche forme di tutela (laddove ad esempio presìdi quali il deposito vincolato o le verifiche di appropriatezza – oggi previsti per l'*equity-crowdfunding* – non fossero estesi alle ICO).

Questa Associazione non vede poi ragioni contrarie a consentire lo svolgimento dell'attività di gestione di piattaforme per le offerte di cripto-attività anche a soggetti operanti esclusivamente in questo settore, specie laddove – come indica il Documento – essi siano soggetti ad un regime autorizzativo e di vigilanza e ad una disciplina dell'attività analoghi a quelli oggi previsti per le piattaforme di *crowdfunding*. Del resto, si ritiene che la specializzazione degli operatori possa portare vantaggi soprattutto in termini di migliore capacità di gestire e controllare le infrastrutture e i processi tecnici a supporto dell'attività.

La duplicazione della normativa, ad avviso di questa Associazione, è da evitare, in quanto rischierebbe di creare una disparità di trattamento tra i portali autorizzati all'attività di *crowdfunding* e quelli invece abilitati solo all'offerta di *token*.

Sul piano amministrativo, le piattaforme per l'offerta di cripto-attività, qualora non autorizzate a gestire portali di *equity-crowdfunding*, potrebbero essere iscritte in una sezione *ad hoc* del registro dei portali di *equity crowdfunding*, a fini di maggior chiarezza verso il pubblico.

In aggiunta a quanto detto, questa Associazione ritiene di dover svolgere due ulteriori considerazioni.

La prima concerne la possibilità di semplificare la nozione di "*piattaforma per le offerte di cripto-attività*", recata dal Documento, eliminando il riferimento alla *promozione* che, di per sé sfuggente, non sembra – nella specie – qualificare particolarmente l'attività della piattaforma e, pertanto, può prestare il fianco a dubbi interpretativi. Inoltre, anche la previsione dell'esclusività della funzione della piattaforma dovrebbe essere ripensata qualora si decidesse di consentire ai gestori dei portali di *equity-crowdfunding* di utilizzare un'unica piattaforma per l'esercizio della propria impresa.

La seconda considerazione riguarda il ruolo che, nelle ICO (e non solo: anche nella successiva negoziazione dei *token* sul secondario), potrebbero avere gli intermediari "tradizionali" (*in primis,* banche e sim). In proposito, dal Documento non emerge in modo inequivoco se a questi intermediari sia consentito operare nel settore delle cripto-attività nel contesto dell'attività tipica dagli stessi svolta[7]

[7] Come potrebbe far pensare il riferimento all'art. 32 del TUF che – laddove non derogato (in ipotesi di offerta su una piattaforma autorizzata) – sembra chiamare in causa la legittimazione all'offerta "a distanza" da parte dei soli intermediari tradizionali.

o se, considerate le peculiarità tecniche e la logica di fondo di questi prodotti, questa possibilità non consti.

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 ritiene che l'approccio delineato dalla Consob nel Documento sia idoneo a garantire la tutela dell'investitore.

In tal senso, si rimarca la necessità di veicolare le offerte al pubblico di cripto-attività rappresentative di prodotti finanziari all'interno delle piattaforme abilitate a tale attività che presidino le attività adottando un profilo di gestione diligente, trasparente ed evitando che gli eventuali conflitti di interesse incidano negativamente sugli interessi degli investitori e degli offerenti.

In particolare, appare ragionevole prescrivere che i portali dedicati all'offerta di cripto-attività siano: (i) autorizzati con provvedimento amministrativo *ad hoc* (salvi i gestori di portali di *equity-crowdfunding*), (ii) obbligati a pubblicare informazioni adeguate a consentire ai risparmiatori decisioni d'investimento consapevoli, e (iii) tenuti a dotarsi di un assetto organizzativo, procedurale e di controllo adeguato.

A queste condizioni si ritiene che le deroghe, ipotizzate nel Documento, dalla disciplina del prospetto informativo e dall'offerta a distanza siano motivate e proporzionate.

In proposito, potrebbe essere particolarmente utile introdurre, nella nuova normativa, l'approvazione di un *whitepaper* da parte della Consob, dove venga descritto come tali cripto-attività non ricadono nella normativa vigente in tema di prodotti o strumenti finanziari. 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.

Si condivide, infine, la scelta di applicare un regime di *opt-in*.

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 ritiene non strettamente necessaria, sul piano giuridico, l'esistenza di un collegamento forte tra offerta e negoziazione.

Il regime di *opt-in* delineato da codesta Autorità (e condiviso dalla Scrivente), presuppone che le ICO possano legittimamente svolgersi anche al di fuori delle piattaforme regolamentate. Pertanto, limitare l'accesso al sistema di scambi solo ai *token* offerti – sul primario – tramite le piattaforme *ad hoc* non sembra essere coerente con detto approccio. Questo a meno di non voler onerare le piattaforme medesime di valutazioni e controlli (ad esempio con riguardo al profilo – su cui si tornerà nel prosieguo – di analisi della meritevolezza dei progetti imprenditoriali) non richiesti per le ICO condotte al di fuori

delle piattaforme medesime. In tal caso, potrebbe avere senso il destinare alla negoziazione solo quei *token* che abbiano superato il vaglio *ex ante* della piattaforma preposta all'ICO.

D'altra parte, occorre tener conto dell'interrelazione che esiste tra mercato primario e mercato secondario, dal punto di vista tecnico-informatico.

I sistemi basati su registri distribuiti, infatti, non consentono l'interoperabilità e lo scambio di cripto-attività su tecnologie che adottino protocolli di validazione di operazioni di scambio 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 per il successivo scambio. In assenza di questa relazione, v'è il rischio che la cripto-attività circoli senza alcuna garanzia di certezza sull'effettivo titolare [e con il rischio di manipolare gli scambi].

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?

Si ritiene che i soggetti che emettono cripto-valute – a differenza di quanto avviene per l'*equity crowdfunding* – non dovrebbero possedere una specifica qualificazione soggettiva (es. PMI innovativa) per poter accedere alla piattaforma regolamentata. Considerate le caratteristiche del fenomeno delle ICO, l'esclusione di persone fisiche o di *network* di sviluppatori dalla platea dei possibili emittenti ridurrebbe significativamente lo spazio di applicazione della nuova disciplina, senza necessariamente portare a un effettivo incremento del livello delle "garanzie" per gli investitori sulla bontà dei progetti proposti.

Ciò posto, riteniamo peraltro che la piattaforma dovrebbe fornire, in relazione all'emittente, informazioni analoghe a quelle che sono richieste dalla normativa in caso di offerta di capitale di rischio sui portali di *equity-crowdfunding*. Si fa riferimento – tra l'altro – alle seguenti informazioni:

- descrizione del progetto industriale e del *business plan* dell'emittente;
- dati economici; (i) in caso di emittente societario, informativa contabile al 31 dicembre dell'anno precedente a quello dell'offerta, corredati dal giudizio di un revisore; (ii) in caso di persone fisiche, informativa sull'eventuale fatturato realizzato nell'anno precedente all'offerta e una stima dei costi sostenuti, corredati dal giudizio di un commercialista;
- CV dei componenti degli organi sociali dell'emittente/delle persone fisiche che intendono promuovere e realizzare l'iniziativa imprenditoriale alla base della emissione di cripto-attività;
- descrizione delle cripto-attività offerte, dei diritti ad esse connessi e delle relative modalità di esercizio.

La piattaforma dovrebbe, inoltre, indicare le modalità che ha utilizzato per la selezione delle offerte e se tale attività è stata affidata o meno a soggetti terzi.

2.3. Sistemi di scambi di cripto-attività

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 nostro parere la definizione proposta da codesta Autorità risulta idonea a cogliere la maggior parte delle caratteristiche che contraddistinguono l'attuale operatività dei sistemi di scambi di cripto-attività.

Tuttavia, riteniamo che la nozione in esame dovrebbe dare evidenza anche delle attività di *settlement* delle transazioni e del servizio (accessorio) di custodia dei *token*, considerato che – come correttamente notato nel Documento – il modello operativo oggi più diffuso sul mercato è quello dalle cc.dd. "piattaforme centralizzate" che operano come strutture di *trading* e come *wallet-provider*.

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?

A giudizio dell'Associazione, i requisiti individuati dall'Autorità per attribuire la qualifica di sistema di scambi di cripto-attività risultano – in linea di principio – adeguati a garantire la tutela degli investitori e del mercato nel suo complesso. Peraltro, dal momento che l'efficacia dei relativi presìdi dipenderebbe, in larga misura, dal modo in cui tali requisiti sarebbero applicati nel concreto, si ritiene utile definire *standard* o protocolli di dettaglio.

Fermo quanto sopra, si ritiene in ogni caso opportuno integrare gli adempimenti informativi previsti[8] con la previsione dell'obbligo, a carico degli emittenti, di pubblicare *report* periodici sull'andamento del progetto imprenditoriale a supporto del quale è avvenuta l'emissione delle cripto-attività. Ciò consentirebbe, infatti, di mettere a disposizione di coloro che intendono effettuare investimenti sul mercato secondario un *set* informativo completo e aggiornato, indispensabile per permettere ai medesimi di assumere decisioni di investimento consapevoli. In tal caso, potrebbe imporsi all'emittente – verosimilmente in sede di accesso al mercato primario – un obbligo di aggiornamento periodico sullo stato di esecuzione del progetto (anche in aggiunta agli obblighi di pubblicità dei dati contabili cui quest'ultimo dovesse essere soggetto in virtù di altre disposizioni di legge).

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 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?

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?

Questa Associazione ritiene che quanto individuato dall'Autorità nel documento sottoposto a consultazione sia in linea generale corretto e idoneo a individuare e contenere i rischi di alto livello. Si precisa però che, visto il ruolo critico della tecnologia e di aspetti innovativi in continuo divenire, rischi specifici ulteriori sono difficili da identificare e soprattutto mutabili nel tempo con una rapidità che poco si presta alla presentazione di evidenze in questa sede.

[8] Il riferimento è ai requisiti elencati al punto b), Riquadro 5, del Documento: "*procedure efficaci a garantire che al momento dell'avvio della negoziazione di una cripto-attività sul sistema siano state pubblicate informazioni aggiornate sulle cripto-attività, necessarie per i potenziali acquirenti/venditori*".

In via esemplificativa, si consideri che i sistemi basati su registri distribuiti non sempre consentono l'interoperabilità e lo scambio di cripto-attività su tecnologie che adottano protocolli di validazione di operazioni di scambio diverse tra di loro. Quindi, quando nel mercato primario la *cripto-attività* viene collocata utilizzando un protocollo specifico, per consentire una completa compatibilità e interoperabilità, la medesima tecnologia e il relativo protocollo devono essere utilizzati per il successivo scambio.

In assenza di questa relazione, vi è il rischio che si perdano informazioni collegate al *token* nelle transazioni successive l'emissione. Tuttavia si rileva che il mercato sta evolvendo velocemente e ci si attende una via via maggiore standardizzazione e interoperabilità dei principali protocolli.

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.

In tale prospettiva, sarebbe tuttavia opportuno chiarire che l'operatività in assenza di *opt-in* non configuri un'ipotesi di "offerta a distanza" *ex* art. 32 del TUF.

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?

L'Associazione reputa, in primo luogo, necessaria l'introduzione di un regime da applicare alle emissioni già realizzate sul mercato italiano. In tal senso, si condivide la scelta di subordinare la prosecuzione degli scambi aventi a oggetto i relativi *token* solo in presenza di un sufficiente *set* di informazioni (salvo il caso in cui la gestione delle transazioni sul secondario non sia curata da intermediari abilitati ai sensi dell'art. 18 del TUF).

Nel restare a disposizione per ogni chiarimento o ulteriore occorrenza, l'occasione è particolarmente gradita per porgere i nostri migliori saluti.