Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività

CONSULTAZIONE CONSOB DEL 19 MARZO 2019

Analisi sviluppata della società Kheper Software House Ltd

A cura del Dott. Paolo Cobelli e del Dott. Vladan Dordevic

Kheper Software House Ltd
Unitech Building, Triq il-Kostituzzjoni,
Mosta, MST9050, Malta
Registration N° C86867
VAT N° MT25351115
info@kheper.mt

INTRODUZIONE

Nel documento "Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività" pubblicato dalla Consob in data 19 marzo 2019 si cerca di dare una definizione di cosa sia una ICO (Initial Coin Offering), del suo fine e delle modalità con cui questa è generalmente svolta.

L'inquadramento che la Consob fa del fenomeno è assai lineare e corretto.

Rispetto agli altri paesi dell'Unione Europea, il legislatore italiano si trova più avvantaggiato nel suo iniziale sforzo a tracciare una classificazione delle criptovalute, poiché, nella legislazione italiana, è già presente una nozione di prodotto finanziario che si distingue da strumenti finanziari e da moneta elettronica.

Dal punto di vista degli operatori di mercato, si ritiene che una delle normative più complete che disciplina il fenomeno sia quella maltese. Il legislatore maltese prima di iniziare qualsiasi classificazione del fenomeno delle ICO e/o della successiva circolazione delle criptovalute effettua una classificazione delle stesse in base ai diritti che danno al detentore e in base alla loro finalità di utilizzo.

La MFSA[1], senza entrare nei dettagli, nel documento "GUIDANCE NOTE TO THE FINANCIAL INSTRUMENT TEST- v 1.01 del 25/01/2019" classifica le criptovalute in tre grandi categorie:

1) Virtual Token (VT), criptovalute con valore costante garantito dall'emittente, le quali hanno valore e utilizzo solamente sulla piattaforma dell'emittente. Non sono portatrici di nessun diritto e vengono utilizzate solamente per pagamenti. Secondo il legislatore maltese la differenza principale tra e-money e VT è la limitatezza del network di utilizzatori. È un concetto molto opinabile a nostro avviso, poiché il VT, nel caso di network ristretto, può avere le caratteristiche citate dall'EBA[2] nel suo "Report with advice for the European Commission" del 09/01/2019, la quale considera che la criptovaluta si dovrebbe assoggettare alla Direttiva 2009/110/CE (EMD2) nel caso il VT fosse utilizzabile anche in operazioni tra controparti diverse dall'emittente.

Nel caso specifico, la criptovaluta analizzata dall'EBA aveva le seguenti caratteristiche:

- Memorizzata elettronicamente;
- Con valore in termini monetari;
- Rappresentata da un credito nei confronti dell'emittente;
- Emessa a fronte della ricezione di fondi;
- Emessa per effettuare operazioni di pagamento;
- Accettata da persone fisiche o giuridiche diverse dall'emittente.

La conclusione dell'EBA è che una società che emette una criptovaluta per i pagamenti di beni e servizi, debba essere dotata di licenza di istituto di moneta elettronica.

2) Financial Instrument (FI) altro non sono che gli strumenti finanziari tokenizzati, ai quali viene applicata la stessa normativa per l'emissione e la circolazione che si applica agli strumenti finanziari che non fanno uso di tecnologia blockchain.

3) Virtual Financial Asset (VFA). Il VFA è uno strumento ibrido che sta a metà strada tra il VT, che ha solamente funzione di pagamento e il FI che è rappresentativo di diritti partecipativi e finanziari. Il VFA ha le caratteristiche di entrambi, se pur con piccole differenze; rispetto al VT

[1] MFSA: Malta Financial Services Authority
[2] EBA: European Banking Authority

può essere quotato su uno o più mercati di scambio (Exchange), e il suo valore di conseguenza è influenzato dalla domanda e offerta. Rispetto al FI, il VFA può dare una serie di diritti partecipativi alla vita societaria e di stampo finanziario molto più "snelli".

Per essere più chiari, riportiamo una serie di esempi pratici.

- Diritti partecipativi alla vita societaria: i soggetti possessori del VFA possono essere interrogati su delle dinamiche societarie che però non sconfinano nei piani strategici che devono essere determinati dal board aziendale. Esempio la scelta del nuovo logo aziendale se gli amministratori decidono che è giunto il momento di fare un cambiamento.
- Diritti finanziari: possiamo avere un VFA che permette di ottenere parte degli utili della società, senza che il soggetto detentore partecipi anche alle perdite aziendali e senza che vi sia la sua iscrizione nel registro degli azionisti.

Secondo il legislatore maltese il VFA può essere utilizzato per il finanziamento di progetti imprenditoriali tramite una cosiddetta ICO, la quale viene disciplinata per dare una minima protezione agli investitori. I VFA possono essere emessi anche senza la necessità di finanziare un progetto ma per dare uno strumento ai futuri clienti per il godimento di determinati beni e/o servizi, e non vi è nessun obbligo affinché questi siano quotati su uno o più mercati di scambio.

È di facile interpretazione che lo strumento che il legislatore maltese ha dovuto studiare ex novo, spesso non è altro che un prodotto finanziario che il legislatore italiano conosce e disciplina.

È per noi, come operatori del mercato, un grande elemento di rassicurazione la capacità mostrata dalla Consob nell'accorgersi di questi punti di contatto, soprattutto nella volontà espressa di voler ottenere una normativa soft ma chiara, che sia allo stesso tempo attrattiva e incentivante per gli operatori del settore ma dia delle minime protezioni ai futuri clienti detentori di queste tipologie di criptovalute.

Se pur il documento sia un ottimo punto di partenza, riteniamo sin da subito necessarie delle precisazioni per raggiungere gli obiettivi che la Consob si prefigge. Dopo questa breve introduzione il nostro approccio sarà molto più schematico, e seguirà di pari passo le domande riportate nel documento.

DEFINIZIONI

"Proponente": Soggetto giuridico o persona fisica che effettua una emissione di criptovalute per fini di finanziamento di un progetto imprenditoriale o per dare solo liquidità alla criptovaluta.

"Partecipante": Soggetto che partecipa ad una ICO.

DOMANDE E RISPOSTE

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?

R1: Occorre una definizione di cripto-attività (o cripto-asset) più chiara e schematica.

Dal documento CONSOB si desume che un prodotto, per definirsi cripto-attività, deve rispettare le seguenti caratteristiche:

- sussistenza dell'elemento dell'investimento;
- l'impiego di tecnologie innovative, tipo blockchain, onde incorporare nei token i diritti dei soggetti che hanno investito con l'obiettivo del finanziamento del progetto imprenditoriale sottostante;
- la destinazione alla successiva negoziazione dei token (crypto-asset), la cui trasferibilità è peraltro strettamente connessa con la tecnologia impiegata, ovvero con la sua capacità di registrare e mantenere l'evidenza della titolarità dei diritti connessi con i crypto-asset in circolazione;
- Non avere le caratteristiche degli strumenti finanziari (codificati dalla disciplina MiFID) o dei prodotti di investimento (PRIIP, PRIP e IBIP).

Fermo restando che cripto-attività e crypto-asset nel documento sono considerati sinonimi, la definizione delineata nel riquadro uno può facilmente indurre in confusione, questo poiché l'ESMA[3] adotta lo stesso termine, crypto-asset, con un significato più ampio nel suo documento 50-157-1391 "Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets".

L'ESMA con il termine crypto-asset intende ricomprendere in generale una qualunque criptovaluta, per questo motivo è data una definizione generalista dell'utilizzo e dei diritti di cui essa è portatrice, rimanendo la componente tecnologica della blockchain un punto cruciale della definizione.

Premesso ciò, la definizione di cripto-attività anche nel documento della Consob sarebbe opportuno rimanesse di stampo generalista. Sarà poi di interesse per la Consob prendere in considerazione solamente le cripto-attività emesse per fini di finanziamento di un progetto imprenditoriale (emesse per una ICO) e/o quelle che hanno le caratteristiche di negoziazione.

Pertanto, a nostro avviso non è necessario inserire già nella definizione di cripto-attività le due seguenti voci, anche se il tema centrale su cui verte il documento sono le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività:

- Destinazione alla negoziazione all'interno di uno o più sistemi di scambi;
- La sussistenza dell'elemento di investimento.

Il problema principale della definizione è che si parla di **investimento**. L'attività di investimento non è da considerarsi elemento cruciale per la definizione di cripto-attività poiché vi possono essere emissioni finalizzate solamente a dare liquidità alla criptovaluta, quindi alla sua negoziazione (es. bitcoin non ha avuto una raccolta di capitali, ma è soggetto a negoziazione).

Se si mantenesse nella definizione l'elemento dell'investimento come cruciale alla definizione di una cripto-attività, dovrà essere chiarito il comportamento da tenere verso le cripto-attività negoziabili non emesse per il fine di finanziare un progetto imprenditoriale.

Anche l'elemento di **negoziazione**, se pur di importanza secondaria, non risulta necessario ai fini definitori. Molte criptovalute potrebbero essere emesse, con fini di finanziamento, senza che vi sia una destinazione alla successiva negoziazione nel mercato secondario.

Qualora venisse mantenuto nella definizione il vincolo alla negoziazione, un Proponente in ICO potrebbe evitare di promettere una negoziazione per la sua criptovaluta così da svincolarsi dalla normativa sulle cripto-attività in fase di emissione, ma in un secondo momento potrebbe poi desiderare di far accedere alla negoziazione in un mercato secondario.

[3] ESMA: European Securities and Market Authority

L'elemento di negoziazione apre una serie di questioni:

- La distinzione tra negoziazione teorica o potenziale e una negoziazione effettiva;
- Negoziazione che si svolge su piattaforme che hanno determinate caratteristiche:
  - Autorizzate vs non autorizzate;
  - Centralizzate vs decentralizzate.

Risulta chiaramente necessario mantenere all'interno della definizione la caratteristica delle cripto-attività relativa alla **tecnologia blockchain** impiegata, come definito nel decreto Semplificazioni (decreto-legge 14 dicembre 2018, n. 135).

Proposta di definizione

Vista la premessa precedente, la definizione di **crypto-asset (o cripto-attività)** da noi proposta diviene dunque la seguente:

"forma di registrazione digitale utilizzata come mezzo digitale di scambio, unità di conto o riserva di valore con impiego di tecnologie innovative, tipo blockchain".

Viene quindi proposta una ulteriore definizione utile ad escludere certe categorie di crypto-asset che non risultano di primario interesse nella trattazione della CONSOB. Introduciamo dunque la definizione di **crypto-alternative product**:

"forma di registrazione digitale utilizzata come mezzo digitale di scambio, unità di conto o riserva di valore con le seguenti caratteristiche:

- Impiego di tecnologie innovative, tipo blockchain;
- Non aventi le caratteristiche di e-money, strumenti finanziari (codificati dalla disciplina MiFID) o dei prodotti di investimento (PRIIP, PRIP e IBIP)."

In sostanza, un crypto-alternative product è un crypto-asset che non rispetta le caratteristiche di e-money, strumenti finanziari e dei prodotti di investimento (PRIIP, PRIP e IBIP).
<u>Inoltre, al fine di una regolamentazione agevolata e allo stesso tempo ad hoc, potrebbe essere opportuno specificare che un crypto-alternative product non debba considerarsi anche un prodotto finanziario.</u>

A nostro avviso, la modalità migliore per verificare se si tratti di crypto-alternative product, oltre alla componente tecnologica della blockchain, come definita nel Decreto Semplificazioni, è necessario attraversare un <u>criterio di esclusione</u>.

Bisogna prima verificare che il crypto-asset non rientri nella definizione di e-money, per poi verificare che non rientri nelle singole definizioni classificatorie degli strumenti finanziari e dei prodotti di investimento (PRIIP, PRIP e IBIP).

<u>Solamente attraverso questo approccio si potrà essere certi di avere emesso un crypto-asset, che, qualora fosse anche un prodotto finanziario, si differenzierebbe dallo stesso per il criterio di classificazione e per la componente tecnologica; componente, che nella pratica, caratterizzerà il prodotto per l'assenza di limiti di territorialità nella circolazione e ne aumenterà la sua liquidità.</u>

Per la classificazione di cripto-attività come e-money si utilizza la definizione definita nella direttiva EMD2. Mentre per la classificazione degli strumenti finanziari può essere adottata la definizione domestica riportata nell'art. 1 Comma 2 del TUF riportante un elenco suddiviso in titoli di massa e contratti derivati.

Una volta classificata il crypto-alternative product attraverso il criterio di esclusione sopra descritto si potrà approfondire la finalità della sua emissione, e se di interesse della Consob, ovvero se emessa per fini di finanziamento dal lato del Proponente, quindi di investimento dal lato del cliente, e/o se emessa solamente per dare liquidità alla cripto-attività.

I due criteri, finanziamento e negoziazione, non devono essere letti in "cascata" ma in modo separato. Saranno di interesse alla supervisione della Consob tutte quelle cripto-attività, ad esclusione di quelle assimilabili ad e-money, strumenti finanziari e prodotto di investimento (PRIIP, PRIP e IBIP) che hanno le seguenti caratteristiche (si elencano tre casi):

1) Presenza del criterio di finanziamento e del criterio di negoziazione;
2) Presenza del criterio di finanziamento senza il criterio di negoziazione;
3) Assenza del criterio di finanziamento con la presenza del criterio di negoziazione.

Per confermare che una emissione si è svolta per fini di finanziamento possiamo prendere in esame la nozione di investimento di natura finanziaria, che sono le proposte di investimento che implichino la compresenza dei tre seguenti elementi:

(i) impiego di capitale,
(ii) promessa/aspettativa di rendimento di natura finanziaria[4] e,
(iii) assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all'impiego di capitale.

Con il procedere dell'innovazione finanziaria, tali orientamenti sono stati nel tempo ulteriormente specificati dalla Consob, fino a consentire di enucleare i seguenti ulteriori elementi di valutazione al fine di stabilire se un'operazione presenti gli elementi distintivi di un investimento di natura finanziaria:

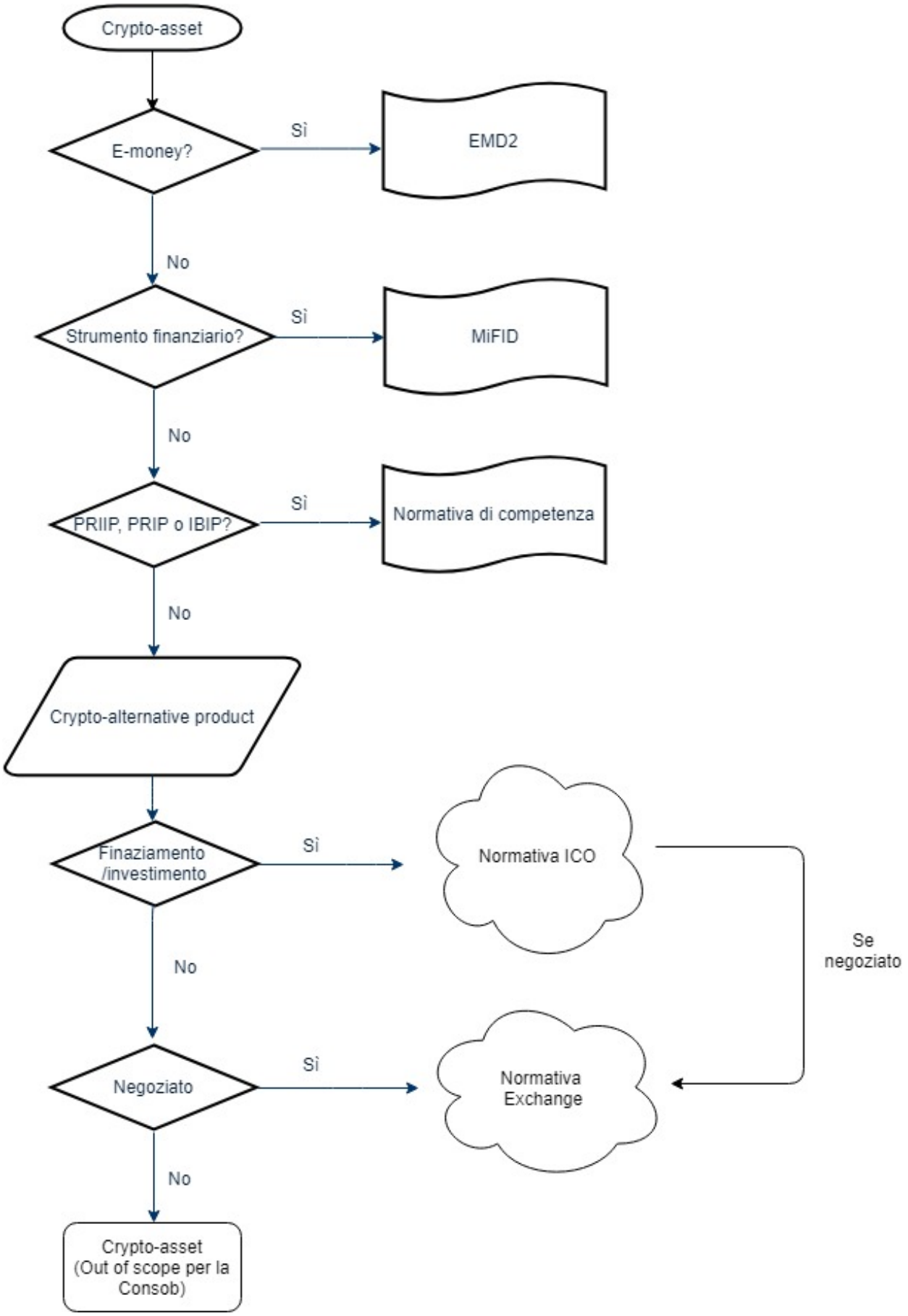
a) prevalenza del connotato finanziario rispetto a quello di godere e disporre del bene acquisito con l'operazione;
b) "effettiva e predeterminata promessa, all'atto dell'instaurazione del rapporto contrattuale, di un rendimento collegato alla res" tale da far ritenere che "l'atteso incremento di valore del capitale impiegato (ed il rischio ad esso correlato) sia elemento intrinseco all'operazione stessa", diverso dal mero apprezzamento del bene nel tempo, accedendo quindi alla causa stessa del contratto sottostante.

Se, invece, l'intento del Proponente fosse semplicemente di dare liquidità ad un crypto-asset, anche in questo caso, se rispettata la definizione proposta per il crypto-alternative product, saremmo in presenza di una cripto-attività di interesse da parte della Consob. Effettuata la due diligence sulla società, se l'attività lo prevede, il crypto-alternative product potrebbe essere direttamente negoziato sulle piattaforme.

Seppur il crypto-asset non fosse e-money, strumento finanziario, prodotto di investimento (PRIIP, PRIP e IBIP) né avesse le caratteristiche congiunte o separate di investimento e negoziazione allora non sarebbe di rilevanza per la proposta Consob.

L'approccio spiegato in via teorica può essere riassunto in breve nel seguente flow.

[4] Da intendersi quale accrescimento della disponibilità investita, senza l'apporto di prestazioni da parte dell'investitore diverse da quella di dare una somma di denaro.


Crypto-asset
E-money?
Sì
EMD2
No
Strumento finanziario?
Sì
MiFID
No
PRIIP, PRIP o IBIP?
Sì
Normativa di competenza
No
Crypto-alternative product
Finaziamento /investimento
Sì
Normativa ICO
Se negoziato
No
Negoziato
Sì
Normativa Exchange
No
Crypto-asset (Out of scope per la Consob)

Stable Coin

Con l'approccio delineato e con la definizione di crypto-alternative product si andrebbe a regolamentare anche una particolare categoria di crypto-asset, in gergo chiamati Stable Coin, senza la necessità di dover creare una normativa ad hoc.
Esistono diverse tipologie di Stable Coin, ma quella principale, riguarda il sistema per il quale un ente privato emette una crypto-asset, quotato su un Exchange, garantendo la sua parità con una unità di valuta fiat (es. euro, dollari, ecc.), depositando le valute raccolte presso una o più banche. La garanzia dovrà essere fornita da una banca/escrow che sia in grado di compiere le dovute verifiche. Da chiarire se in questo contesto si tratterebbe di un e-money.

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?

R2: Come si evince dalla risposta R1, ai fini della definizione:

- Non è elemento di centralità la presenza della componente di investimento per definire una cripto-attività.
- Non è elemento di centralità neppure la presenza di appositi sistemi di scambio.
  Il termine appositi, preclude una caratteristica fondamentale della blockchain, cioè la disintermediazione. Questa caratteristica permette la circolazione diretta della cripto-attività da un portafoglio all'altro senza la presenza di una terza parte che disciplini l'operazione.
  Come definita da noi la cripto-attività, vi possono essere crypto-asset non destinati alla negoziazione e quindi alla circolazione in appositi sistemi di scambio. La circolazione su Exchange è una attività distinta dalla natura del crypto-asset e non elemento imprescindibile per essere disciplinato dalla Consob.
- È sicuramente elemento di centralità l'attività di scambio regolata dalla presenza di una tecnologia a registri distribuiti.

Assodata la neo-definizione di crypto-alternative product, si ritiene ragionevole che la CONSOB si appresti a regolamentare le emissioni che abbiano come finalità almeno uno dei seguenti elementi:

- Finalizzate al finanziamento di progetti imprenditoriali;
- Finalizzate alla circolazione su sistemi di scambi.

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)?

R3: Al fine di rendere più chiara la definizione di cripto-attività della CONSOB, si è preferito assoggettare alla definizione di crypto-asset una definizione generalista e inserire una neo-definizione di crypto-alternative product, rendendo maggiore chiarezza sulle fattispecie escluse; si consiglia di includere tutti gli elementi definitori e/o di esclusione in un elenco puntato come mostrato nella risposta R1.

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)?

R4: Trattandosi, come correttamente dichiarato dalla Consob, di operazioni a scopo di finanziamento di start-up, se non anche enti più embrionali, al fine di evitare uno stroncamento sul nascere dello sviluppo di queste attività in Italia, si ritiene opportuno introdurre delle esenzioni per emissioni sotto soglia. Si lascia alla Consob l'identificazione più coerente di dette soglie, ma data la sovrapponibilità dei concetti di cripto-attività e prodotto finanziario, sarebbe opportuno come minimo garantire le stesse soglie di esenzione già adottate dalla Consob su direttiva europea nel Regolamento Consob n. 11971/1999 (Emittenti) Art. 34-ter Casi di inapplicabilità ed esenzioni per le offerte al pubblico.

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.

R5: Gli operatori che svolgono l'attività di crowdfunding a nostro avviso non dovrebbero poter espandere direttamente la gamma delle loro attività offrendo anche crypto-alternative product, senza prima essersi adeguati alle nuove normative relative alle cripto-attività e alle esigenze tecniche e tecnologiche implicite nella gestione di cripto-attività (ad esempio saper gestire wallet, chiavi private e pubbliche, comprendere i meccanismi della blockchain).

Analizzando l'Art 50-quinquies del d. lgs. N. 58 del 1998 (TUF) il Comma 2 relativo alle piattaforme di crowdfunding, limita la raccolta di capitali a piccole, medie imprese e alle imprese sociali, escludendo di fatto la possibilità per le società per azioni di effettuare la raccolta. È vero che le società azionarie possono ricorrere a una ampia gamma di modalità di finanziamento, ma è vero anche che già a livello internazionale ci sono state emissioni di cripto-attività per finalità di finanziamento, da parte di colossi della telecomunicazione e del settore della fotografia. Non è quindi necessario imporre una limitazione per tipologia di soggetti giuridici che possono accedere a forme di finanziamento alternative (es. ICO).

L'investimento in un crypto-alternative product può avvenire sia in valuta a corso legale sia attraverso valute virtuali (come descritto nel documento di Consultazione, Ethereum e/o bitcoin), questo è un elemento di elevata importanza poiché se l'investimento è stato effettuato in valuta a corso legale, allora anche l'invio di crypto-alternative product verso l'investitore, dovrà essere effettuato manualmente da un operatore fisico; se invece la sottoscrizione è stata effettuata, ad esempio con Ethereum, allora si potrebbe ipotizzare l'utilizzo di uno Smart Contract per regolare l'invio di crypto-alternative product verso il wallet del sottoscrittore. Entrambe le soluzioni pongono dei quesiti.

Nella prima soluzione, la domanda da porsi è: "Chi detiene i crypto-alternative product che devono essere sottoscritti?". Il detentore sarà di conseguenza anche il responsabile per l'invio: la società proponente o la piattaforma abilitata. La scelta a questo quesito determina diversi livelli di rischio per il sottoscrittore; sarebbe perciò ipotizzabile che se ne faccia carico la piattaforma abilitata, come garante dell'intera operazione.

La seconda soluzione, dove si sfrutta la potenza tecnologica per disintermediare l'operazione, pone il quesito: "Chi è il creatore e/o certificatore dello Smart Contract che regolamenta gli invii?". In questo caso la società di crowdfunding dovrebbe avere all'interno figure specializzate o rivolgersi a società esterne abilitate, che hanno la capacità di svolgere questo tipo di attività di certificazione.

L'ultima frase si ricollega a quanto scritto all'inizio, dove le società che svolgono attività di crowdfunding, non hanno probabilmente sufficienti conoscenze per poter svolgere un'attività di gestione di crypto-alternative product.

Si consiglia in questo caso la creazione di un Albo per società operanti nel settore della blockchain, che possano offrire i servizi di:

- certificazione delle piattaforme di crowdfunding che trattano crypto-asset e degli Smart Contract; e
- di auditing per le transazioni gestite dalla piattaforma.

In conclusione, si propone prima una riflessione sulla normativa già presente e poi la creazione di un Albo di società abilitate che possano velocizzare, supportare e certificare l'attività degli operatori e il processo di conversione delle piattaforme di crowdfunding.

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)?

R6: Sì. È condiviso che questo tipo di operatori debbano avere capacità superiori relativamente alle tematiche che interessano la blockchain e le cripto-attività. Anche in questo caso, le società abilitate dovrebbero effettuare le certificazioni e l'auditing sulle transazioni.

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?

R7: Creare un ecosistema di piattaforme abilitate che offrono i crypto-alternative product comparteciperà sicuramente alla generazione di un sistema più efficiente in termini di sicurezza, per le informazioni e documentazioni richieste alla società proponente ed efficienza in termini di confronto per il cliente delle possibilità di investimento da un numero di portali limitato. Il regime opt-in è utile e necessario, soprattutto per non soffocare un mercato nella sua fase embrionale e di conseguenza non limitare le potenzialità dell'Italia nel diventare un mercato di riferimento del settore. Con il rafforzamento della presenza di questi nuovi strumenti, sarà il libero mercato a scegliere se è più efficiente una soluzione più standardizzata o meno.

Bisogna considerare che il mercato non può essere limitato a livello di territorialità. Il fenomeno della proposta di crypto-alternative product per finanziamento di progetti potrebbe provenire anche da società estere. Grazie alle caratteristiche di disintermediazione della blockchain, si potrebbe limitare la pubblicità di tali proposte, ma non l'emissione e la possibile sottoscrizione da parte di cittadini italiani.

Al fine di tutela degli investitori anche la CONSOB dovrà essere dotata di soggetti esperti in blockchain e crypto-alternative product per poter vigilare in maniera adeguata. Non sono però stati forniti sufficienti elementi per poter valutare se le esigenze di tutela degli investitori siano rispettate, poiché non sono conosciuti né i requisiti che verranno imposti alle piattaforme per le offerte di crypto-alternative product né i criteri di vigilanza da parte della CONSOB.

In conclusione, si condivide il regime opt-in.

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?

R8: No. L'offerta di crypto-alternative product e il loro successivo scambio sono due attività completamente differenti. Come abbiamo visto nella risposta R1, possiamo avere crypto-alternative product emesse solamente per fine di incremento della liquidità in circolazione, non offerte direttamente su piattaforme di crowdfunding; inoltre possono sussistere anche crypto-alternative product che non per forza devono essere quotate su una piattaforma di scambio.

Con questo non si vuole limitare la possibilità che vi possano essere accordi commerciali, tra una piattaforma di crowdfunding e una di scambio, per offrire un pacchetto di servizi più completo.

Inoltre, sarebbe anche possibile che un Proponente non vigilato (in opt-in) si adegui agli stessi requisiti di uno vigilato in una fase successiva all'emissione, ma poiché l'emissione sarebbe già avvenuta, non avrebbe più alcun modo per farsi considerare a emissione vigilata. In questo caso non ci sarebbe nessuna ragione per pregiudicare il suo crypto-alternative product dall'essere ammesso a un sistema di scambi vigilato.

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

R9: Si ritiene che qualunque crypto-alternative product possa essere ammessa alla negoziazione, senza alcun ulteriore requisito minimo (il requisito minimo è già insito nella definizione di cripto-attività).
Qualora si desiderasse dare maggiore peso ai crypto-alternative product emessi da emittenti più trasparenti, che magari rispettano i requisiti per l'accesso all'emissione in piattaforme vigilate, è possibile permettere l'utilizzo di tag identificativi all'interno del sistema di negoziazione per poterle riconoscere e darne una migliore pubblicità rispetto alle altre.

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?

R10: Si, la definizione è semplice ed esaustiva. Unico termine che si propone di togliere dalla definizione è: "automatizzate". Non si capisce esattamente il significato del termine ritenuto superfluo, se si riferisce al matching automatico all'interno dell'order book o ad altre forme di automatismi.

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?

R11: Prendendo in considerazione quanto riportato nel Riquadro cinque, non vi è accordo con quanto scritto nella parte introduttiva. Gli scambi non devono essere permessi solamente a crypto-alternative product che sono stati oggetto di offerte al pubblico e, attraverso una o più piattaforme per le offerte di crypto-alternative product.

a. L'offerta al pubblico non è un elemento chiave per l'accesso alla negoziazione poiché come riportato nell'Art. 100-bis del d. lgs. N. 58 del 1998 (TUF) Comma 2, ci potrebbe essere emissione solamente nei confronti di investitori qualificati, non andando in questo caso a svolgere un'azione di sollecitazione al pubblico risparmio. Diversamente, diventerebbe sollecitazione al pubblico risparmio se il crypto-asset venisse quotato e

reso disponibile alla clientela non professionale entro dodici mesi dalla sua prima emissione. Ne consegue che il proponente potrebbe effettuare una emissione senza sollecitazione al pubblico risparmio, non quindi di interesse da parte della Consob, per poi decidere di effettuare una quotazione e quindi permettere la negoziazione, momento in cui il crypto-alternative product diventa elemento di disciplina da parte della Consob. Dunque, la negoziazione aperta al pubblico potrebbe avvenire anche successivamente ai dodici mesi e non vi è motivo affinché venga impedita.

b. Inoltre, come precisato in precedenza, possiamo avere crypto-alternative product emessi per fini non legati al finanziamento, quindi senza l'elemento di offerta al pubblico.
c. Neanche l'emissione attraverso piattaforme regolamentate è da ritenersi elemento obbligatorio, soprattutto in regime opt-in.

L'obbligo di iscrizione delle piattaforme di scambio, Exchange, in un apposito registro può essere considerato valido. I requisiti indicati possono essere un primo punto di partenza, ad esclusione, della lettera b. La piattaforma di scambio non dovrebbe avere nessun obbligo nel fornire informazione sulle cripto-attività, se non solamente informazioni di tipo finanziarie.

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?

R12: I requisiti individuati sono sufficienti affinché i gestori di piattaforme siano in guardia a dover svolgere ogni attività con la massima diligenza affinché non vi siano rischi per gli utilizzatori.

Si precisa che:

- La detenzione delle risorse finanziare non presenta solamente rischi di tipo tecnologico, ma di "intenzioni illecite" del board societario.
  Sarà senz'altro necessario imporre vincoli e controlli per impedire che i crypto-alternative product depositati dagli investitori non siano utilizzati dal gestore per propri fini. Dette risorse sono da intendersi custodite per conto-terzi.
- I rischi connessi alla custodia delle cripto-attività nei sistemi centralizzati sono legati soprattutto alla componente di custodia negli e-wallet. Bisogna in questo caso porre elevato riguardo sulle specifiche tecnologiche che devono essere rispettate per evitare debolezze di sicurezza.
- Nelle piattaforme completamente decentralizzate non sono presenti i rischi riscontrati per le piattaforme di scambio centralizzate, anche perché queste piattaforme spesso non svolgono l'attività di custodia dei crypto-asset.

Anche per le piattaforme di negoziazione si consiglia in riferimento alla risposta R5, il supporto di società operanti nel settore della blockchain, con autorizzazione Consob, o di altro ente, che possano offrire i servizi di:

- certificazione delle piattaforme di scambio di crypto-alternative product e degli Smart Contract; e
- di auditing per la custodia e per le transazioni gestite dalla piattaforma.

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?

R13: È una domanda che richiederebbe una commissione tecnologica di esperti. Non si devono porre però "paletti" alle caratteristiche tecnologiche di una blockchain in fase di nascita poiché, come ogni tipo di tecnologia, per essere migliorata ha bisogno di essere utilizzata da un numero sempre crescente di soggetti, soprattutto quando si parla di tecnologie open-source dove le persone esperte concorrono liberamente al suo sviluppo/evoluzione. Inoltre, porre limiti, è un modo per soffocare un mercato neo-nascente.

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?

R14: Sicuramente il regime opt-in nella fase di early stage è consigliato al fine di non soffocare le potenzialità di un mercato.

Si consideri che è già obbligatoria l'iscrizione in una sezione speciale del registro OAM per i "prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale" come previsto dal d. lgs. 25 maggio 2017 n. 90. Si sottolinea che tutti i "sistema di scambi di cripto-attività" sarebbero con buona probabilità anche "prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale", a meno di trattare solo cripto-attività che non siano anche valuta virtuale (caso molto remoto). Infatti, è prestatore di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale nel caso specifico chi svolge servizi funzionali allo scambio di valuta virtuale.
Per comodità si riporta l'intera definizione di "prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale" come da d. lgs. 25 maggio 2017 n. 90: "ogni persona fisica o giuridica che fornisce a terzi, a titolo professionale, servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale".
Si ritiene opportuno tenere in considerazione quanto appena scritto per vagliare se sia opportuno introdurre l'iscrizione in un ulteriore registro.

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?

R15: È molto difficile chiedere una ricostruzione a ritroso per i token che sono già scambiati sul mercato. I token già presenti sul mercato dovrebbero essere lasciati liberi di circolare, poiché se non dovessero passare i requisiti che il legislatore vuole imporre in un momento secondario alla loro emissione, ciò potrebbe causare problemi agli investitori che li detengono. Inoltre, potrebbe sorgere la domanda: "Chi effettuerà la compliance sul bitcoin?".

Nel caso di opt-in, tutti gli exchange attualmente esistenti risulterebbero di origine non regolamentata, non dovendo verificare le adeguate informazioni sui token scambiati.

Nel caso, invece, un sistema di scambi registrato volesse introdurre un crypto-alternative product dovrà verificare i requisiti di adeguate informazioni a prescindere dalla data di emissione. Potrebbe però essere previsto un sistema per il quale anche per un sistema di scambi registrato potrebbero essere ammessi agli scambi in una sezione speciale ad hoc anche i crypto-alternative product privi delle adeguate informazioni, o comunque reso evidente che il crypto-alternative product che si sta negoziando non è stata verificato.