



Roma, 5 giugno 2019

Spett.le

**Commissione nazionale
per le società e la Borsa (CONSOB)**

Divisione Strategie Regolamentari

Via G.B. Martini n. 3

00198 ROMA

Inviare tramite SIPE

**Oggetto: “Le offerte iniziali e gli scambi di crypto-attività - Documento per la
Discussione” -**

Spettabile Ufficio,

con riferimento al documento per la discussione in oggetto, la scrivente associazione, in persona del Presidente *pro-tempore*, evidenzia quanto segue.

BlockchainEdu (anche conosciuta come “BEN”) è un’associazione che opera in ambito accademico e istituzionale al fine di favorire la divulgazione e la ricerca in ambito *blockchain*. Il BEN annovera tra i propri associati quattro dei componenti del Gruppo di esperti di alto livello per l’elaborazione della strategia nazionale sulle tecnologie basate su registri distribuiti e blockchain istituito dal Ministero dello Sviluppo Economico il 28 dicembre 2018. Oltre ad essere un luogo di incontro e di confronti per tutti i soggetti interessati alle tecnologie basate su registri distribuiti, dal 2014 assiste le pubbliche amministrazioni centrali e locali nella definizione di progetti e proposte normative concernenti tale argomento.

Riceviamo con interesse l’invito ad un’interlocuzione partecipativa, mediante consultazione pubblica, in relazione al “Documento per la Discussione 19 marzo 2019”, dal titolo “Le offerte iniziali e gli scambi di crypto-attività” (in seguito il ‘Documento’), condividendo appieno l’intenzione di Codesta Ecc.ma Autorità di “*avviare un dibattito a livello nazionale sul tema delle offerte iniziali e degli scambi di crypto-attività...in connessione con la recente diffusione di operazioni cosiddette di initial coin offerings (ICOs) e, quindi, di crypto-asset nei quali investono i risparmiatori italiani*”.

Esprimendo, dunque, la nostra volontà di prender parte alla consultazione pubblica suddetta, riportiamo di seguito i nostri commenti e le nostre proposte circa le tematiche succitate.

Blockchain Education Network Italia

Associazione BlockchainEdu - C.F. 97902590583

<http://www.blockchainedu.net> - info@blockchainedu.net

PREMESSA

Definizione di cripto-attività

In via preliminare, risulta poco chiaro il concetto di cripto-attività. Secondo la definizione contenuta nel documento in commento, le stesse dovrebbero essere intese come “*registrazioni digitali rappresentative di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali*”.

Tale definizione, tuttavia, esclude dall’ambito di applicazione del documento in consultazione tutta una serie di *token* che sono oggetto di emissione e scambio nell’ambito dei servizi basati su registri distribuiti. Sebbene esistano molteplici definizioni e classificazioni delle categorie di *token* digitali, per semplificare nel presente contributo sarà utilizzata la tassonomia proposta da Don TAPSCOTT e Alex TAPSCOTT nel libro *Blockchain Revolution*, New York (NY), 2018. Nello specifico, mentre appare potersi affermare con sufficiente certezza che il Documento riguardi solamente la tipologia dei c.d. *security tokens*, i quali cioè rappresentano o incorporano diritti equiparabili a quelli propri degli strumenti finanziari. Il Documento non sembrerebbe invece riguardare le seguenti tipologie di asset digitali, che comunque possono essere utilizzati con finalità di investimento o per rendere più fluida la circolazione dell’asset rappresentato o incorporato nel *token*:

i. utility tokens, il cui possesso è finalizzato non tanto alla speculazione, quanto all’impiego dell’asset su una piattaforma normalmente controllata dall’emittente del *token*;

ii. natural asset token o commodity token, rappresentativi di materie prime, certificati verdi, quote di emissioni e similari;

iii. crypto collectibles, le cui caratteristiche sono inquadrabili nell’opera da collezione, priva di qualsiasi utilità pratica. Rientrano in questa categoria anche le iniziative volte alla *tokenizzazione* di opere oggetto di proprietà intellettuale;

iv. valute virtuali e stablecoins, la cui funzione è prettamente quella di mezzo di scambio, in alcuni casi i *token* sono collegati in maniera permanente al valore di una determinata valuta avente corso legale.

*** **

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: In relazione alla definizione proposta nel riquadro 1 del Documento, pur condividendo l’obiettivo generale di ricomprendere nell’ambito della stessa quelle decisioni caratterizzate da una finalità di investimento, si rileva che la limitazione della definizione stessa ai soli “*investimenti in progetti imprenditoriali*” potrebbe portare ad escludere una serie di strumenti che, pur non essendo assimilabili agli strumenti finanziari, potrebbero ricadere nella definizione di prodotto finanziario. Ci si riferisce, in particolare, alle registrazioni digitali rappresentative di diritti non connessi a investimenti in progetti

imprenditoriali bensì collegati a diritti - di vario genere - su beni (materiali o immateriali) a cui potrebbero essere collegate finalità di investimento (come nell'ipotesi della rappresentazione di diritti su opere oggetto di proprietà intellettuale, a cui si potrebbero ricollegare benefici in termini economici per lo sfruttamento delle stesse a coloro che risultino intestatari della registrazione). Sembrerebbe quindi opportuno ampliare la definizione, ricomprendendo all'interno delle "cripto attività" sia registrazioni rappresentative di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali sia quelle rappresentative di diritti connessi a beni materiali o immateriali.

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: Fatto salvo quanto già indicato nella R1 - per cui la finalizzazione al finanziamento di progetti imprenditoriali appare limitante rispetto all'estensione reale del fenomeno - parrebbe anche non centrare del tutto nel segno la considerazione per cui le cripto attività avrebbero come scopo ultimo la circolazione in appositi sistemi di scambi. Invero, l'evoluzione dei token digitali è incentrata sulla possibilità di facilitare e fluidificare lo scambio di asset tokenizzati, che siano nativi o sottostanti, direttamente tra gli utenti. Inoltre, all'interno del riquadro 1 del Documento è previsto che alle tecnologie basate su registri distribuiti dovrebbe essere connessa la capacità di "consentire l'identificazione" del titolare dei diritti relativi agli investimenti sottostanti e incorporati nelle cripto-attività o crypto-asset. E' opportuno evidenziare che tale requisito non dovrebbe essere previsto quale ricollegato strutturalmente alla tecnologia, in quanto l'identificazione del titolare può avvenire anche avvalendosi di soggetti terzi (come coloro che svolgono attività di cambia-valute o gli altri soggetti che svolgono le attività di gestione delle piattaforme di scambio). In tal senso, l'identificazione del titolare della cripto-attività dovrà essere svolta secondo le normali regole dettate dalla normativa a contrasto del fenomeno del riciclaggio del denaro, nei limiti e secondo le regole imposte dalla stessa.

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: La definizione non sembrerebbe sufficiente ad eliminare dubbi circa la sua applicabilità alle cripto-attività non riconducibili nella categoria dei prodotti finanziari. Sembra adeguato, a tal fine, specificare che le cripto-attività incluse nell'applicazione della disciplina - **che comunque dovrebbe mantenere la sua caratteristica di facoltatività** - sono unicamente quelle destinate ad essere utilizzate ai fini speculativi, all'uopo richiamando, anche al fine di armonizzare la disciplina con quella degli altri Paesi, l'applicabilità del c.d. Howey Test..

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 crypto-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: La previsione di una disciplina delle crypto-attività che non contempli soglie di valore per esenzioni oppure maggiori presidi appare conforme alla volontà di creare un nuovo settore di investimento. Appare però necessario chiarire normativamente che le esenzioni e la possibilità di emissione di crypto-attività tramite le piattaforme di cui al documento in consultazione devono ritenersi applicabili anche a quelle crypto-attività che rivestano le caratteristiche di strumenti finanziari, nell'ambito delle deroghe già previste dall'ordinamento italiano per l'emissione di strumenti di equity tramite le piattaforme regolamentate.

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 crypto-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: La scelta appare condivisibile a condizione che i gestori di portali di crowdfunding adeguino le loro strutture alle tecnologie a registro distribuito, impiegando le innovazioni tecnologiche proprie di tali sistemi, favorendo per quanto possibile le architetture decentralizzate e la logica peer-to-peer. Sarebbe altamente sconsigliabile consentire l'utilizzo di *permissioned blockchains* da parte dei gestori delle piattaforme di crowdfunding, in quanto meno sicure e trasparenti. Inoltre, appare evidente che il Documento preveda una disparità di trattamento - che ci pare immotivata - tra la disciplina del collocamento di prodotti finanziari c.d. *tradizionali* mediante le piattaforme di crowdfunding e quella relativa all'emissione di crypto attività a questi assimilabili. Una volta prevista la possibilità di attrarre l'emissione di crypto-attività nell'alveo del Regolamento sull'equity crowdfunding, dovrebbero valere le medesime regole per entrambe le tipologie di collocamento.

Q6: Si condivide la proposta di estendere lo svolgimento dell'attività di gestione di piattaforme per le offerte di crypto-attività anche a soggetti operanti sin dall'inizio ed esclusivamente in crypto-attività (ovvero che non abbiano già avviato un'operatività quali gestori di portali per le offerte di crowdfunding autorizzati dalla Consob)?

R6: Gli attuali gestori di piattaforme di cambio valuta o scambio di crypto-attività hanno provveduto ad implementare le varie procedure richieste dalle norme a contrasto del riciclaggio di denaro e dispongono di strutture informatiche già adeguate ad eseguire gli scambi di crypto-valute e crypto-attività su tecnologie a registro distribuito. Alla luce di tali considerazioni la proposta di estendere lo svolgimento dell'attività di gestione di piattaforme per le crypto-attività a tali soggetti appare condivisibile, fermo rimanendo che i medesimi

dovranno essere tenuti al rispetto dei requisiti oggettivi e soggettivi stabiliti per l'esercizio della gestione di tali piattaforme ed alla vigilanza dell'autorità di controllo.

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: Il regime di *opt-in* proposto è condivisibile ed allo stato della tecnologia e del fenomeno delle cripto-attività sembra quello più adeguato a garantire la tutela degli investitori unicamente ad un'ordinata crescita e mantenimento di tale nuovo sistema di reperimento di risorse economiche sul mercato da parte di progetti imprenditoriali o di investimento in genere. Appare comunque necessario specificare maggiormente nella normativa che trattasi di un regime facoltativo, anche per non creare eccessivi ostacoli alle cripto-attività con vocazione transfrontaliera. A tal riguardo sarebbe opportuno inserire anche previsioni che consentano di ritenere applicabili le norme anche ad offerte di crypto-attività eventualmente già emesse in Paesi esteri, qualora le medesime intendano procedere all'offerta verso i cittadini italiani.

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)?

R8: La disciplina del sistema di scambi non dovrebbe comprendere unicamente i sistemi di scambi che offrono la negoziazione di cripto-attività emesse per il tramite di piattaforme vigilate, ma dovrebbe comunque consentire alle cripto-attività originariamente collocate anche tramite piattaforme non vigilate la possibilità di essere ammesse a sistemi soggetti alla vigilanza, previa eventuale verifica da parte del gestore della piattaforma dei requisiti di pubblicità e trasparenza delle informazioni in sede di emissione. Ciò anche in considerazione di quanto evidenziato nella risposta precedente, al fine di favorire lo scambio di cripto-attività originariamente emesse in Paesi esteri verso i cittadini italiani. Dovrebbero, pertanto, essere maggiormente definite le regole per la valutazione, da parte della piattaforma di scambio di cripto-attività, del rispetto dei requisiti di informazione ed adeguata trasparenza verso gli investitori, nonché eventualmente, trattandosi di cripto-attività che accedono ad un "mercato secondario", della consistenza del progetto imprenditoriale o di investimento sottostante.

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: I rischi maggiori che corrono gli investitori in cripto attività sono legati alla mancata realizzazione degli obiettivi imprenditoriali dichiarati dagli emittenti nei white paper. Non sarebbe tuttavia consigliabile imporre stringenti limiti patrimoniali o industriali agli

emittenti, pena l'esclusione dall'ambito di applicazione della disciplina di progetti validi e innovativi solo per la "immaturità" dei proponenti. Sarebbe opportuno che i gestori delle piattaforme selezionassero adeguatamente i progetti da offrire sulle piattaforme, magari prevedendo la possibilità per gli emittenti di aderire a progetti di *sandbox* regolatori e incentivi di vario genere per alimentare le possibilità di successo delle sottostanti iniziative imprenditoriali.

Q10: La proposta definizione di "sistema di scambi di crypto-attività" è idonea a comprendere i modelli di business, allo stato noti, di circuiti per la negoziazione di crypto-asset?

R10: La definizione fornita non tiene conto delle recenti evoluzioni in materia e, in particolare, del fenomeno delle cc.dd. IEO (*Initial Exchange Offerings*), ossia delle offerte iniziali di crypto-attività gestite direttamente da un *exchange*, il quale seleziona i progetti che ritiene meritevoli e, una volta terminata la raccolta fondi, li lista automaticamente. Ciò in cambio, da un lato, del pagamento di una *listing fee* da parte del promotore dell'iniziativa e, dall'altro, della vendita all'*exchange* di una percentuale delle crypto-attività, incentivando così la piattaforma di scambio ad occuparsi dell'attività di marketing del progetto. Coloro che partecipano ad una IEO non inviano i fondi ad uno smart contract (come avviene nelle ICO), ma devono creare un account sulla piattaforma di scambio che gestisce l'IEO. Il modello di business descritto consente, quindi, di adempiere agli obblighi KYC/AML e potrebbe potenzialmente rappresentare uno standard per la raccolta di fondi.

Q11: I requisiti sopra individuati, il cui accertamento è condizione per l'attribuzione della qualifica di sistema di scambi di crypto-attività da parte della Consob, sono presidi sufficienti a neutralizzare i rischi connaturati alla negoziazione di crypto-attività?

R11: Un'ulteriore opzione per mitigare efficacemente tali rischi potrebbe essere la previsione dell'obbligo di adesione, da parte dei gestori delle piattaforme, ad un sistema di indennizzo a tutela degli investitori considerato che usualmente le offerte iniziali di crypto-attività sono relative a progetti imprenditoriali o di investimento non consolidati ma in fase di start-up.

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 finanziarie, delle crypto-valute e delle crypto-attività da parte del sistema, nonché alla realizzazione di un regolamento efficiente e sicuro delle contrattazioni che avvengono sul sistema?

R12: Occorrerebbe specificare i requisiti indicati nel riquadro 5, che appaiono eccessivamente generici per costituire uno standard efficiente. Un'ipotesi potrebbe comunque essere quella di tenere separate, anche mediante l'impiego di cc.dd. *cold storage wallet* le chiavi private degli utenti rispetto alle crypto-valute e alle crypto-attività possedute dal sistema. Inoltre, il presidio di cui alla lett. d) del riquadro 5 dovrebbe tenere in considerazione anche delle tecnologie che nell'ambito dei sistemi basati su registri distribuiti



consentono di assicurare la *best execution* degli ordini (ad es. lightning network; sidechains, ecc.).

Q13: Quali caratteristiche dovrebbe avere la blockchain al fine di garantire un adeguato livello di sicurezza del registro distribuito su cui le cripto-attività vengono registrate e trasferite?

R13: Le Blockchain ad oggi più sicure sono quelle di tipo *permissionless*, basate su un particolare tipo di algoritmo di raccolta del consenso, noto come *Proof of work*. Tali caratteristiche rendono computazionalmente *infeasible* la modifica delle informazioni contenute nel registro, garantendo l'affidabilità dei dati in esso contenuti ed impedendo la *double spending* degli asset digitali.

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: La scelta appare condivisibile e si pone in linea con l'obiettivo di non creare un sistema di regole eccessivamente rigido, che allo stato attuale dell'arte potrebbe avere ripercussioni negative sulla diffusione ed utilizzo di tali strumenti.

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: La quotazione sul sistema di scambi dovrebbe avvenire previa verifica, da parte del gestore del sistema, dell'esistenza e pubblicità di adeguate informazioni per gli investitori sui token scambiati. Cionondimeno, tale requisito dovrebbe attenere all'eventualità che un organizzatore del sistema decida di consentire lo scambio sulla piattaforma di una cripto-attività già offerta in altra sede. E' importante definire, in sede di prima applicazione, un set di regole informative che il soggetto emittente cripto-attività possa anche rendere in occasione dell'ammissione sulla piattaforma vigilata, così consentendo anche ai token che sono stati già emessi da più lungo periodo di tempo, di rendere tutte le informazioni necessarie agli investitori, senza precludere loro la possibilità di accesso alla piattaforma qualora le stesse non siano state precedentemente fornite. Il regime transitorio non dovrebbe in alcun modo poter incidere sulla prosecuzione degli scambi di token, che dovrebbe rimanere, al di fuori del sistema di scambi, pienamente libero.

Distinti saluti

Associazione BlockchainEdu
Il Presidente Lorenzo GIUSTOZZI