



COMMENTI AL DOCUMENTO CONSOB PER LA DISCUSSIONE, DATATO 19 MARZO 2019, DAL TITOLO: “LE OFFERTE INIZIALI E GLI SCAMBI DI CRIPTO-ATTIVITÀ”

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?

La definizione delineata appare coerente con l’approccio delineato nel Documento per la Discussione.

Quanto al merito, sembra opportuno, tra l’altro, che la definizione delineata non richiede che il regolamento dell’operazione di sottoscrizione di ICO o delle successive operazioni di cessione preveda scambio di criptovalute, rendendo così sussumibili nella definizione le operazioni che contemplino l’utilizzo di moneta avente corso legale. Avuto infatti riguardo alle peculiarità del fenomeno preso in considerazione, non appare qualificante né il fatto che l’investitore utilizzi o meno criptovalute, né il fatto che l’impresa promotrice di un determinato progetto imprenditoriale intenda finanziare quest’ultimo in criptovalute piuttosto che in moneta avente corso legale.

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?

I tre elementi indicati assumono effettivamente un ruolo centrale nel circoscrivere la fattispecie oggetto di esame.

In particolare:

- l’impiego di tecnologia basata su registri distribuiti, proprio in quanto elemento comune anche a fattispecie ricadenti o nell’ambito regolamentato degli strumenti finanziari e dei prodotti di investimento o nell’ambito dei c.d. *commodity-token*, non può non essere ricompreso nel quadro definitorio;
- la finalizzazione al finanziamento di progetti imprenditoriali appare essere l’elemento che maggiormente contribuisce a circoscrivere la fattispecie, operando direttamente sul piano della causa contrattuale, che potrebbe risultare anche implicita, all’atto della emissione/sottoscrizione della cripto-attività;
- la destinazione della cripto-attività al potenziale scambio mediante appositi sistemi contribuisce in via diretta ad escludere dalle fattispecie rilevanti quei casi nei quali il c.d. *token* presenti connotati assimilabile al documento di legittimazione, che, come noto, non è cedibile e ha lo scopo di identificare l’avente diritto ad una determinata prestazione e, per tal via, a porre fuori dal perimetro rilevante i c.d. *commodity-token*.

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)?

Sul piano astrattamente definitorio, la definizione appare idonea al conseguimento dello scopo perseguito.

Tuttavia, non può escludersi che sul piano delle evidenze empiriche possano riscontrarsi casi concreti che presentino difficoltà di qualificazione, con specifico riguardo all'elemento della finalizzazione al finanziamento di progetti imprenditoriali. In altri termini, si potranno dare casi nei quali sarà pur sempre necessario valutare la portata dei "diritti connessi" all'investimento nel progetto imprenditoriale.

Al riguardo, si può comunque ipotizzare che le future iniziative vengano via via a tipizzarsi, sotto tale specifico profilo, secondo determinati "modelli". Potranno senz'altro svolgere un ruolo rilevante in tale tipizzazione le piattaforme per le offerte di crypto-attività, nella misura in cui saranno queste ultime a valutare la congruenza della specifica iniziativa, e segnatamente la portata dei diritti connessi all'investimento nel progetto imprenditoriale incorporati nel *token* da proporre in offerta, rispetto al perimetro definitorio della fattispecie.

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)?

Si condivide la previsione di una disciplina priva di soglie di esenzione e di graduazione dei presidi, quanto meno nella fase iniziale della sua applicazione. Riflessioni approfondite su tale tematica potranno senz'altro essere condotte sulla scorta delle evidenze risultanti da un periodo iniziale, della durata di qualche anno, di sperimentazione dell'efficacia della nuova disciplina e di valutazione dei connotati che il fenomeno tenderà ad assumere in concreto (ad es. quanto a dimensione dell'investimento oggetto di proposta al pubblico). Volendo stabilire dei limiti si può valutare la previsione di una soglia di esenzione rientrante nell'importo degli otto milioni di euro, analogamente a quanto previsto dalla disciplina del prospetto informativo.

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

Si condivide senz'altro tale proposta, per diversi ordini di ragioni.

Sotto il profilo delle eventuali sinergie/opportunità derivanti dallo svolgimento di entrambe le citate attività, può senz'altro ritenersi che lo svolgimento abbinato di entrambe le tipologie di attività consenta al gestore di comprimere i costi relativi alla promozione di offerte di crypto-attività rispetto a un soggetto che svolta tale ultima attività in via esclusiva, e ciò può senz'altro andare a beneficio dei promotori dei progetti sottesi a siffatte offerte di crypto-attività.



Va inoltre sottolineato che il *know-how* inerente alla valutazione dei progetti, acquisito dal gestore di portali di *crowdfunding*, può contribuire in maniera significativa alla selezione (o alla guida alla definizione) di progetti imprenditoriali meglio definiti nonché ad una migliore individuazione (sotto il profilo quantitativo e qualitativo) delle informazioni rappresentante nei c.d. *white papers*.

Si precisa per completezza, avuto riguardo a quanto indicato nel riquadro 3 del Documento per la Discussione, che si ritiene di dover mantenere comunque distinte le attività in oggetto, ad es. mediante l'esercizio di piattaforme distinte, quand'anche insistenti sul medesimo sito web.

Con riguardo alle garanzie che un gestore di portali potrebbe offrire ai potenziali sottoscrittori, si rileva che le tecnologie *blockchain* sono molto complesse, per cui per i gestori dei portali - che tendenzialmente sono piccole aziende con risorse limitate - risulterebbe estremamente costoso e quasi impossibile fornire generalizzate garanzie su siffatti prodotti. Si può sottolineare che, sulla base dell'attuale disciplina, i gestori hanno alcuni limitati obblighi di verifica - sulle clausole dello statuto ecc.. - per cui, per analogia, anche nel caso di offerte di cripto-attività, occorrerebbe limitare gli obblighi di verifica ad ambiti specifici, evitando di caricare i gestori di costi che risulterebbero insostenibili, anche solo per la ricerca di dipendenti e collaboratori aventi il *know-how* necessario a tali verifiche. In caso contrario, i gestori rinuncerebbero a entrare in questo mercato.

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)?

Sì, la proposta appare condivisibile.

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?

Si condivide la previsione di un regime di *opt-in*, nei termini descritti.

L'attuale disciplina dell'offerta al pubblico prevede, tra le diverse fattispecie di esenzione, una soglia quantitativa pari a otto milioni di euro di controvalore di prodotti finanziari.

Non parrebbe ragionevole prevedere soglie di esenzione differenziate in relazione al fatto che un prodotto finanziario assuma la veste di cripto-attività.

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)?

Sembrerebbe utile approfondire, sotto tale specifico profilo, l'opportunità di una previsione secondo la quale le offerte effettuate per il tramite di piattaforme vigilate abbiano ad oggetto unicamente cripto-attività destinate ad aver accesso a sistemi di scambi regolato e vigilato. In



particolare, si ritiene necessario valutare il rischio di illiquidità di siffatti mercati e il conseguente rischio che gli investitori retail possano essere indotti ad andare su altre piattaforme estere più flessibili e liquide.

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

Costituzione in forma di società di capitali, con esclusione delle società a responsabilità limitata semplificate e di soggetti promotori di entità di futura ed eventuale costituzione. Capitalizzazione minima in linea con quanto previsto dalla ordinaria disciplina del tipo sociale di riferimento.

Formale adozione e pubblicazione di *business-plan* triennali.

Nomina organi di controllo interno.

Revisione legale dei conti affidata ad un revisore legale o a società di revisione.

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*?

Sì.

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?

Sì.

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 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?

Nella misura in cui una piattaforma informatica risulti adeguatamente protetta da attacchi esterni, non si ravvisano profili di rischio specifici. I c.d. *wallet* fungerebbero da deposito delle cripto-valute e delle cripto-attività di pertinenza dei clienti del Sistema. Le relative modifiche avverrebbero unicamente ad esito di una transazione opportunamente validata che aggiorni la *distributed ledger*. I presidi di custodia delle risorse finanziarie dei clienti del Sistema possono essere implementati analogamente a quanto ordinariamente praticato dai tradizionali intermediari finanziari.

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?

Sarebbe opportuno fare riferimento alle blockchain di maggiore utilizzo.

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?



Si.

Q15: In connessione con l'eventuale introduzione di un regime speciale per l'emissione e la circolazione delle crypto-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?

Appare opportuno che siffatta valutazione venga effettuata, anche per permettere inevitabili correzioni e adattamenti normativi rispetto alle soluzioni che saranno adottate in concreto dagli operatori del mercato.

Tommaso Baldissera Pacchetti

A handwritten signature in black ink, reading "Tommaso Baldissera Pacchetti", is written over a horizontal line.

(Presidente CdA e AD CrowdFundMe S.p.A.)