Deloitte.

Deloitte Consulting S.r.l.
Via Tortona, 25
20144 Milano
Italia

Tel: +39 02 83323111
Fax: +39 02 83323112
www.deloitte.it

Spett.le CONSOB
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA

Risposta alla consultazione: "Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività"

1. Introduzione

1.1 In via preliminare la scrivente Deloitte Consulting S.r.l. intende significare il proprio apprezzamento per l'opportunità di esprimere osservazioni e commenti sul tema.

1.2 Consapevoli che le cripto-attività possano avere anche caratteristiche tipiche di strumenti finanziari e/o prodotti di investimento, la cui disciplina è, tuttavia, soggetta alla normativa comunitaria (sovraordinata a quella nazionale in termini di gerarchia delle fonti), apprezziamo l'esercizio definitorio condotto da Consob al di fuori di tale perimetro.

1.3 Avendo a mente le numerose iniziative sovranazionali perseguite ad oggi dalle principali autorità regolamentari europee (da ultimo, Banca Centrale Europea[1] e ESMA[2]), pare auspicabile che, in ambito europeo, si possa giungere a definire un *framework* comune, nel contesto del quale si pervenga ad una definizione e ad una qualificazione giuridica di cripto-attività in grado di garantire certezza del diritto, offrendo adeguata tutela agli investitori senza al contempo soffocare lo sviluppo di iniziative FinTech e/o correlate alla tecnologia blockchain. In tal senso, parrebbe ravvisabile immaginare l'introduzione di una "*guidance*" da parte delle autorità volta a ricondurre determinate tipologie di cripto-attività al novero dei valori mobiliari così come definiti da MiFID II[3].

1.4 A tal riguardo, l'armonizzazione a livello europeo si ritiene necessaria anche in considerazione del fatto che le emissioni di cripto-attività (comunemente conosciute come *Initial Coin Offerings*, o ICO), inclusa la loro successiva negoziazione, per loro natura sono

---

[1] Cfr. Occasional paper No 223 / May 2019, consultabile a https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op223~3ce14e986c.en.pdf.

[2] Cfr. Advice on Initial Coin Offerings and Crypto Assets, ESMA50-157-1391, consultabile a https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf.

[3] Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU.

Avellino Bologna Desenzano del Garda Genova Milano Napoli Palermo Parma Roma Torino Treviso Vicenza

Sede Legale: Via Tortona, 25 - 20144 Milano | Capitale Sociale deliberato per Euro 3.000.000,00 - sottoscritto e versato per Euro 2.841.624,00
Codice Fiscale/Registro delle Imprese di Milano Monza Brianza Lodi n. 03945320962 - R.E.A. n. MI-1713601 | Partita IVA: IT 03945320962

Il nome Deloitte si riferisce a una o più delle seguenti entità: Deloitte Touche Tohmatsu Limited, una società inglese a responsabilità limitata ("DTTL"), le member firm aderenti al suo network e le entità a esse correlate. DTTL e ciascuna delle sue member firm sono entità giuridicamente separate e indipendenti tra loro. DTTL (denominata anche "Deloitte Global") non fornisce servizi ai clienti. Si invita a leggere l'informativa completa relativa alla descrizione della struttura legale di Deloitte Touche Tohmatsu Limited e delle sue member firm all'indirizzo www.deloitte.com/about.

© Deloitte Consulting S.r.l.

fenomeni globali che consentono di raccogliere fondi *cross-border* tra investitori distribuiti tra più giurisdizioni e sottoposti alla normativa di più stati in tema di offerta al pubblico.

1.5 Con riguardo alle singole iniziative nazionali, riteniamo opportuno sottolineare come un *framework ad-hoc* volto a disciplinare le cripto-attività ed i servizi aventi ad oggetto queste ultime, debba prefiggersi l'obiettivo di favorire l'attrazione di progetti, anche innovativi, e al contempo garantire la protezione degli investitori (in particolare consumatori), scoraggiando offerte fraudolente e/o la diffusione di messaggi pubblicitari ingannevoli (es. volti ad esaltare l'aspettativa di rendimenti senza identificare adeguatamente i rischi connessi all'operazione) che di recente sembrano proliferare.

1.6 Nel merito, nel condividere le finalità della proposta regolamentare, si rende necessario evidenziare alcuni aspetti meritevoli di attenzione, più oltre descritti seguendo l'ordine delle domande poste in consultazione.

1.7 In conclusione, a livello generale, pare forse opportuno riscontrare come certi servizi mutuabili da MiIFD II (si pensi ad esempio alla prestazione di servizi di custodia e/o *discretionary portfolio management*, ovvero *investment advice*) ed aventi ad oggetto cripto-attività risultino tralasciati dal documento per la discussione.

Sezione 1 Aspetti definitori

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?

1.1 Con riferimento al tratto distintivo della cripto-attività ravvisabile nella destinazione alla successiva negoziazione dei token in quanto strettamente connessa con le caratteristiche della tecnologia sottostante, si ritiene che ci si debba riferire all'idoneità alla negoziazione dei token e non necessariamente la loro effettiva ammissione ad un sistema di scambi, che potrebbe non necessariamente verificarsi.

1.2 Infatti, date le sue caratteristiche tecniche, un token potrebbe essere negoziato anche al di fuori di un sistema di scambi.

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?

2.1 Ponendo l'accento sulla centralità dell'elemento di finalizzazione al finanziamento di progetti imprenditoriali si rischia di non considerare quei token le cui caratteristiche non rispondano direttamente e/o indirettamente a tale finalità (es. iniziative del terzo settore e/o tokenizzazione di beni reali volti a facilitarne la circolazione/verifica di provenienza e registrazione digitale). Si rischia, inoltre, di non disciplinare le emissioni di token che per loro natura possono presentare profili di rischiosità maggiori in termini di tutela del consumatore/investitore, causando in tal modo il perdurare di un vuoto normativo/regolamentare con riguardo all'attuale mercato di tali strumenti, spesso connotato da finalità speculative.

2.2 Inoltre, sono presenti tipologie di token, quali quelli rappresentati da *stable coins*, che meriterebbero di essere normati in considerazione del fatto che potrebbero costituire un elemento funzionale allo sviluppo di progetti imprenditoriali, fatta salva la fattispecie relativa a quegli *stable coins* che per loro natura già rientrino nel novero dei contratti derivati normati da MiFID e/o presentino caratteristiche volte ad integrare la fattispecie di *electronic money*.

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)?

3.1 Sebbene la definizione consenta di escludere le fattispecie non idonee a costituire oggetto di trattazione, si ritiene che nella pratica l'individuazione delle casistiche di esclusione possa non essere di immediata applicazione e/o possa non essere svolta in modo coerente dai diversi operatori. A tal fine si ritiene che l'introduzione di un test ("Cripto-Asset Test", o "CAT") possa essere utile per definire con maggior certezza le caratteristiche dell'attività e di conseguenza la normativa applicabile.

3.2 L'introduzione di un test, reso disponibile ad operatori e professionisti del settore, potrebbe essere imposto quale *self-assessment* necessario antecedentemente alla presentazione di proposte di emissione di cripto-attività e/o al fine di accedere al regime *opt-in* di cui alle sezioni successive.

3.3 Se da un lato, di per se', l'esperimento del CAT non assicurerebbe la certezza *ex-ante* della corretta classificazione della cripto-attività (in assenza comunque di una preventiva autorizzazione da parte di Consob, in analogia a quanto avviene per la scheda informativa pubblicata per le offerte *on-line* rientranti nella definizione di *equity crowdfunding*), sarebbe quantomeno utile a supportare gli operatori, per mezzo di una comune metodologia, ad escludere la presenza di caratteristiche che possano configurare la definizione di strumento finanziario, di prodotto di investimento, moneta elettronica, o di *pure commodity token* (in analogia al test introdotto dalla normativa maltese).

3.4 In tal modo si otterrebbe anche il risultato di aumentare consapevolezza e fiducia da parte delle piattaforme di emissione e di negoziazione nell'accettare l'attività, e in generale del mercato che vedrebbe ridurre il rischio di un intervento ex-post volto a bloccare l'offerta o la negoziazione.

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)?

Nella misura in cui, come prefigurato dal documento posto in consultazione, l'emissione mediante una piattaforma soggetta ad autorizzazione da parte di Consob non richiederebbe, al ricorrere di elementi caratterizzanti la definizione di prodotto finanziario, l'applicazione della disciplina stabilita a livello nazionale per questi ultimi (in materia di prospetto e di offerta a distanza), si concorda nel non contemplare soglie di valore per esenzione.

Sezione 2 Piattaforme per le offerte di cripto-attività

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

5.1 La possibilità per i gestori di portali di *crowdfunding* di ampliare la gamma delle attività offerte effettuando anche la promozione di cripto-attività, pur mantenendo separate le relative discipline, evidenzia delle sinergie in relazione ai seguenti aspetti:

- Utilizzo della struttura/infrastruttura esistente;
- Offerta alla base clienti della piattaforma di *crowdfunding*;
- Utilizzo degli stessi meccanismi di controllo e *accountability*.

5.2 Si ritiene in tal caso limitante un'eventuale gestione separata della piattaforma di *crowdfunding* rispetto a quella per la promozione di cripto attività.

5.3 Ad ogni buon conto pare opportuno identificare adeguate tutele (quali ad esempio segregazione IT e portafogli clienti) da richiedere in sede di autorizzazione agli operatori del settore interessati a svolgere entrambe le attività.

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)?

Si condivide tale proposta e si ritiene inoltre utile prevedere l'autorizzazione alla gestione di piattaforme per le offerte di cripto-attività anche a coloro che gestiscono già piattaforme basate sull'utilizzo di DLT (*exchange*). Infatti, rispetto ai gestori di piattaforme di *crowdfunding*, si evidenziano vantaggi in termini di tutela degli investitori dovuti al know-how che i gestori di piattaforme DLT esistenti hanno relativamente a:

- Tecnologie;
- Mercato;
- *Cybersecurity*.

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?

Fermo restando le osservazioni poste in relazione alla Q1 e Q2, si condivide la previsione di un regime di *opt-in,* qualora ricorrano le circostanze che determinano l'integrazione della nozione di prodotto finanziario, in particolare in relazione al vantaggio di non applicazione della disciplina in materia di redazione del prospetto e di offerta a distanza nella casistica in cui si aderisce a piattaforme regolamentate e vigilate dalla Consob.

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)?

Si, tale previsione garantirebbe la certezza, per chi effettui l'emissione su una piattaforma di emissione regolamentata, che il token venga in seguito accettato alla negoziazione in una piattaforma vigilata da Consob, evitando il rischio che in seguito all'emissione esso possa non essere accettato da nessun *exchange* operante in Italia sulla base di restrizioni di natura regolamentare (restando benintesa la possibilità di restrizioni di natura privata applicate dalla *exchange* in fase di *on-boarding*).

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

In linea con quanto delineato dal documento posto in consultazione, si condivide l'approccio di non limitare il ricorso all'emissione di cripto-attività a particolari forme giuridiche e/o societarie e/o a specifici stadi dell'iniziativa progettuale.

Sezione 3 Sistemi di scambi di cripto-attività

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*?

Si ritiene la proposta di definizione adeguata a descrivere l'attuale panorama di modelli di business collegati a tale attività. Si suggerisce di valutare il *wording*, con particolare riferimento al termine "automatizzata" al fine di catturare all'interno della definizione di "sistema di scambi di cripto-attività" anche l'operatività *Over The Counter* che spesso nasce dalle piattaforme e solo talvolta viene ricondotta ad attività automatizzate.

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?

11.1 Andrebbe valutato se nell'ultimo punto del Riquadro 5 (g - regole e procedure idonee con riguardo all'investimento delle risorse finanziarie, alla detenzione delle cripto-valute e delle cripto-attività da parte del gestore del sistema) aggiungere un riferimento alla tematica della gestione delle chiavi dei cosiddetti "*wallet*". Infatti una piattaforma dovrebbe sviluppare soluzioni che garantiscano un presidio di sicurezza forte per la gestione delle chiavi private garantendo così una tutela maggiore del consumatore che negozia cripto-attività sulla piattaforma.

11.2 Ad avviso della scrivente, andrebbero inclusi tra i requisiti identificati quali presidi di tutela:

1. Capitale regolamentare adeguato;
2. Esistenza di adeguati sistemi e procedure di KYC e di identificazione utente al momento di login in piattaforma di scambio (es. *Strong Authentication*) in modo da evitare che operazioni di compravendita vengano *de facto* effettuate da utenti non corrispondenti all'account registrato;
3. Esistenza di certificati di *cybersecurity* (es. ISO/IEC 27032:2012) relativi alle tecnologie adottate, inclusi test di resilienza su software/server utilizzati.

11.3 Questo permetterebbe di disaccoppiare l'autenticazione sulla piattaforma di scambio dalla tecnologia *blockchain* sottostante, eliminando la necessità di utilizzare piattaforme *blockchain permissioned*, il cui utilizzo in ambito emissione e scambio di cripto-attività è estremamente residuale rispetto alle *blockchain permissionless* (es. si stima che nel 2018 circa l'84% di ICO sia avvenuto su Ethereum, *blockchain permissionless*)[4] .

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?

12.1 In linea di massima si ritiene che i requisiti elencati consentano un completo presidio dei rischi connessi all'attività. Al fine di ridurre ulteriormente i rischi si potrebbe valutare la previsione di garanzie patrimoniali frazionarie legate al controvalore di mercato degli *asset* detenuti, in modo analogo ai requisiti richiesti in ambito bancario (es. *liquidity buffer*).

---

[4] https://cointelegraph.com/news/ico-market-2018-vs-2017-trends-capitalization-localization-industries-success-rate

12.2 In alternativa analoghe garanzie potrebbero essere prestate anche da imprese abilitate all'esercizio dell'attività assicurativa. Questa possibilità porterebbe potenzialmente ad un maggior controllo sulle piattaforme di scambio anche da parte di un ente terzo esperto in merito a procedure e a valutazione di rischi, oltreché promuovere la crescita del *know-how* in merito a Blockchain e Cybersecurity nel sistema Italia.

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?

13.1 La "sicurezza" di una blockchain si può, in estrema semplificazione, tradurre nella difficoltà di effettuare il *reverse* di una transazione, ovvero cambiare una transazione all'interno di un blocco e riscrivere la storia della blockchain da quel blocco in poi. Questo dipende *de facto* da tre fattori:

1. Il *consensus algorithm*: quanto più difficile è aggiungere un blocco tanto più difficile sarà cambiare un blocco nel passato e "ri-calcolare" la blockchain da quel punto fino all'ultimo aggiunto prima che un altro *player* (*miner*) riesca ad aggiungere un nuovo blocco alla catena, vanificando così gli sforzi di riscrittura (*longest chain wins*);
2. La decentralizzazione della potenza di *mining*: meno concentrato è il *mining power* più difficile è effettuare un *"51% attack"*, riscrivendo una transazione da poco aggiunta alla catena;
3. Il numero dei nodi: se non si ha a disposizione abbastanza potenza computazionale una "scorciatoia" per riscrivere la blockchain è attaccare ogni singolo nodo e modificare la copia della catena in esso conservata in almeno il 50% dei nodi. Da questo punto di vista è chiaro che maggiore è il numero di nodi attivi, minore è la possibilità che un simile attacco sia proficuo.

13.2 Si ritiene che ad oggi solo le *blockchain permissionless*, o meglio solo le più utilizzate *blockchain permissionless* (Bitcoin ed Ethereum), offrano queste garanzie. Le *blockchain permissioned*, per la scelta di algoritmi di consenso e per la scarsa numerosità dei nodi in confronto alle *permissionless* (Bitcoin conta +9000 nodi), non sembrano ad oggi poter garantire simili livelli di sicurezza e *statistical finality* delle transazioni.

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 ritiene la scelta non solo condivisibile ma auspicabile e sicuro motore di sviluppo del settore. Non appare tuttavia chiaro se nelle piattaforme di scambio autorizzate si possano o meno negoziare anche asset non emessi nel quadro Consob (ad esempio Bitcoin). Si ritiene che questa soluzione possa essere la più coerente con la necessità di avere *players* esperti nel settore e adeguatamente *compliant* con i requisiti Consob. Andrebbe eventualmente valutata la necessità di segregare l'operatività in regime di *opt-in* da quella non in regime di *opt-in* all'interno di una stessa piattaforma di scambio, in modo da non creare rischi per il sistema o la non comprensione da parte del consumatore.

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?

Si ritiene vada previsto un periodo transitorio con la stessa logica del periodo di *frontloading* previsto ai sensi EMIR (Regulation (EU) No 648/2014 on OTC *derivatives, central counterparties and trade repositories*). Nello specifico si andrebbero a creare tre periodi:

1. Fino alla pubblicazione del *corpus* normativo: i token continuerebbero ad essere negoziati come oggi. Andrebbe valutata, come già indicato, la necessità di segregare l'operatività in regime *opt-in* da quella non *opt-in* in modo da evitare confusione negli operatori circa il regime dell'emissione;
2. Dalla pubblicazione del *corpus* normativo ad una data da definirsi (ovvero il c.d. periodo di *frontloading*): al fine di non bloccare lo sviluppo del settore in attesa che le piattaforme ottengano l'autorizzazione da Consob, si potrebbe consentire a piattaforme ed emittenti di operare "*as-if*" fossero registrate, a patto che seguano quanto previsto dalle nuove norme e regolamenti e che la piattaforma venga approvata entro la fine del periodo di *frontloading;*
3. Dopo il periodo di *frontloading*: termina il periodo transitorio.

Milano, 05/06/2019

Deloitte Consulting S.r.l.
Paolo Gianturco

DELOITTE CONSULTING S.R.L.
VIA TORTONA, 25 - 20144 MILANO
P. I. / C. F. 03945320962