

Iniziativa: CONSOB - Documento per la discussione, 19 marzo 2019

Relazione: Le offerte iniziali e gli scambi di crypto-attività

Data: 17 aprile 2019

Premesse

Il presente documento è stato redatto dal sottoscritto, dott. Federico Garaventa, imprenditore e professionista attivo nel settore edile e immobiliare.

Nel corso della mia attività sono sempre stato attento e dedito allo studio dei mercati e delle scienze economiche che li governano. In tale ottica, negli anni, ho ricoperto numerosi ruoli istituzionali all'interno delle Associazioni di categoria (compresa la Presidenza di Territoriali Provinciali e Collegi Regionali ANCE-Confindustria). Sono stato Presidente di Istituti di settore e di sistemi della bilateralità datoriale/sindacale di categoria nonché rappresentante in ambito CCIAA.

Ho partecipato, sia in qualità di organizzatore che di relatore, a numerosi convegni di livello nazionale sullo sviluppo e sugli strumenti dei mercati immobiliari e finanziari nonché, naturalmente, sull'urbanistica affiancandovi l'insegnamento all'Università, in corsi di Laurea e Master post laurea, sia su Genova che su Milano.

Ad oggi, l'attività principale è il Project Management.

Nell'ambito dello sviluppo di tale attività, sto studiando con attenzione le possibilità offerte dalle emergenti tecnologie blockchain per la tokenizzazione e securitizzazione dei patrimoni immobiliari, oltre che per il finanziamento di operazioni immobiliari mediante STO (Security Token Offering).

In particolare, mentre l'attenzione appare inizialmente volta tutta a comprendere e disciplinare il fenomeno delle cryptovalute e delle relative ICO, la convinzione è che il potenziale delle STO sia notevolmente superiore, nonché direttamente afferente il mondo dell'immobiliare e dell'industria.

Da questa considerazione, nasce la disponibilità a contribuire al dibattito in corso, volto a stabilire quale possa essere la migliore disciplina di questo nuovo fenomeno, mettendo a disposizione le competenze specifiche sull'argomento fino a qui acquisite. Il tutto, naturalmente, dal punto di vista del mio settore di appartenenza e con una visione più *market oriented* che non prettamente *finance*.

Pertanto, si è predisposto il presente documento, come richiesto da CONSOB e ci si rende, naturalmente, disponibili a partecipare al Public Hearing annunciato.

Di seguito la risposta alle domande poste nel documento del 19 marzo 2019.

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 non è condivisa, in quanto in grado di comprendere solo una parte del fenomeno richiamato. Inoltre, si segnala che:

- *“evidenza della natura di registrazioni digitali rappresentative di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali”* - Le cryptovalute non sono necessariamente connesse a progetti imprenditoriali. La semplice citazione del BTC (bitcoin) che, al momento in cui si scrive, capitalizza circa 80 miliardi di Euro, pari approssimativamente al 80% del totale del mercato Cryptocoins, rende manifesta l'irrelevanza della presenza di un progetto imprenditoriale specifico sottostante
- *“alle quali occorre tuttavia riconnettere la capacità di consentire l'identificazione del titolare”* - L'identificazione del titolare non è elemento distintivo o utile alla definizione del fenomeno. La maggior parte delle cryptovalute attua un sistema di pseudonimizzazione, esattamente come il sistema bancario identifica ogni conto con un numero (IBAN). È poi rimesso ai titolari, agli operatori o alle organizzazioni il collegare un determinato indirizzo ad un determinato soggetto, esattamente come nel caso dell'IBAN bancario. In effetti, il sistema di pseudonimizzazione delle cryptovalute già realizza un sistema molto più trasparente del sistema bancario. Nasce esattamente con lo scopo di essere visibile e trasparente, in quanto ogni informazione su ogni movimento di ogni indirizzo è pubblica ed immediatamente accessibile da ogni nodo della rete, da parte di chiunque. Al contrario, le informazioni sui movimenti di ogni singolo conto bancario vanno richieste all'istituto di riferimento, da soggetti titolari a farlo. Prova ne sia il fatto che l'esigenza di anonimato sulle operazioni in ambito blockchain richieda il ricorso a specifici strumenti per poter essere soddisfatta (Monero, *ring signature* e *stealth address* – ZCash, *zero knowledge proof*)
- *“la categoria dovrebbe ricomprendere soltanto quelle cripto-attività che sono destinate a essere negoziate o sono negoziate all'interno di uno o più sistemi di scambi”* – questa condizione è fortemente limitativa nei confronti di un fenomeno che nasce esattamente con lo scopo opposto, ovvero quello di creare sistemi di scambio di valori peer-to-peer, tra i singoli utenti e senza alcun intermediario. Certamente oggi, per ragioni di diversa natura, anche congiunturale, una parte degli scambi avviene sui server denominati “exchange”, ma ciò non pregiudica che una parte sempre crescente degli scambi sia destinata ad avvenire direttamente tra i soggetti detentori. Ciò è vero, intrinsecamente, per le cryptocoins come Bitcoin, Ethereum, Ripple e le altre note, in quanto il progetto sottostante è esattamente che diventino strumenti di pagamento tra controparti, quindi destinate ad essere scambiate direttamente tra di esse. Ma anche strumenti in blockchain più articolati, come i Security Token (Asset Backed Securities), nascono proprio per circolare direttamente tra soggetti detentori

- “il pregio che la CONSOB attribuisce alla codificazione di una categoria ad hoc è connesso alla possibilità di contenere l’onere di condurre un’analisi case-by-case” - La quantità e la varietà di iniziative che il mercato produrrà nel futuro prossimo sarà tale da non poter consentire l'adozione di un regime che preveda l’analisi case-by-case, indipendentemente dalla volontà del legislatore. Ne deriva che sia una necessità e non una scelta.

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 crypto-attività in appositi sistemi di scambi?

Non si condivide.

Come già rappresentato nel rispondere al quesito precedente, lo scopo ultimo e unico delle cryptovalute e dei tokens è proprio la circolazione peer-to-peer, direttamente tra i due soggetti controparti dello scambio e in assenza di intermediari. Sono concepite e nascono proprio per poter fare a meno di “*appositi sistemi di scambi*”.

L’attenzione suscitata dalle ICOs di questi anni e dagli scambi sulle crypto, Bitcoin su tutti, rappresenta un momento speculativo, puramente contingente e alimentato da chi intende acquisire posizioni in anticipo, scommettendo sulla futura diffusione di questi mezzi di scambio digitali, in un periodo in cui l’utilizzo come mezzi di pagamento è ancora molto marginale.

Negli scenari più probabili si prevede che, con il diffondersi di questi strumenti, il loro valore tenderà naturalmente alla stabilizzazione e gli scambi sugli *exchange server* avranno il solo scopo di assortire diversamente il proprio portafoglio di crypto, in base alle proprie esigenze operative e di pagamento, più che non per speculazione sui valori futuri.

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)?

Il tipo di strumento oggetto della trattazione si presta, per sua natura, ad una evoluzione di tipo “liquido” che produrrà innumerevoli fattispecie di natura ibrida, rendendo qualsiasi tentativo di chiudere il perimetro di una definizione destinato ad essere superato in breve tempo.

A titolo di esempio e per dare un contributo all’ampliamento dell’orizzonte, riporto qui di seguito i link ad alcuni brevi video del sistema BitBrik, una delle piattaforme che si propone di introdurre l’utilizzo dei STO (Security Token Offering) per il finanziamento delle operazioni immobiliari:

REDA token - user case #1 <https://vimeo.com/259859742>

REDA token - user case #2 <https://vimeo.com/259859796>

REDA token - user case #3 <https://vimeo.com/259859825>

REDA token - user case #4 <https://vimeo.com/289043679>

Nello user case 1 il REDA token (Real Estate Digital Asset), che rappresenta una quota della proprietà del bene futuro, viene utilizzato, in tutto o in parte, come mezzo di pagamento nei confronti dei fornitori dell'impresa costruttrice il fabbricato.

In sostanza si ripropone, in versione digitale, una pratica comune tra le imprese di costruzione negli anni sessanta e settanta del secolo scorso, il cosiddetto "cambio vani".

Tale usanza, diffusissima negli anni del boom economico per una varietà di ragioni che in questa sede è inutile ripercorrere, verrebbe di nuovo ad essere praticata qualora i fornitori accettassero i token come forma, totale o parziale, di pagamento delle loro competenze.

Tralasciamo, al momento, gli aspetti fiscali di una soluzione del genere, in quanto non di interesse rispetto al quesito posto.

Risulta invece interessante porsi la domanda sulla natura di un REDA token utilizzato con queste modalità.

Risulterebbe, al tempo stesso, essere:

- un prodotto di tipo Asset Backed Security in forma di Token digitale
- un mezzo di pagamento di una obbligazione contrattuale
- un mezzo di speculazione da parte del percipiente, in quanto destinato ad aumentare di valore con il proseguire dello sviluppo dell'operazione immobiliare sottostante
- una critto-attività destinata a circolare direttamente tra le due controparti come anche, se lo si ritenesse, su un exchange server. Anzi, molto probabilmente, una quota significativa di tali Token sarebbe offerta in scambio su un exchange server, proprio per poter fornire un valore di scambio del Token a cui poter fare riferimento per gli scambi diretti tra controparti, oltre che per garantirne la liquidità ai percettori. Per cui lo stesso Token, tipicamente, circolerebbe sia sui sistemi di scambio che al di fuori di essi.
- un potenziale mezzo di pagamento futuro, da parte del percipiente, nei confronti di suoi creditori che condividersero la valutazione del valore di tale REDA token
- una operazione di "*private placement*" nella sua prima fase, fino a poter potenzialmente configurare uno strumento accessibile al pubblico, nelle fasi successive.

Di fronte a possibili scenari del genere, molto più prossimi di quanto di possa ritenere, nell'opinione di chi scrive, la distinzione di cui si chiede l'efficacia nel Quesito 3, appare di molto difficile soluzione.

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 critto-attività regolate che non contempla, ad esempio, soglie di valore per esenzioni (riferite alle emissioni sottosoglia) oppure maggiori presidi (per le emissioni sopra soglia)?

Nel quesito si fa riferimento alle emissioni, poste in relazione alla loro dimensione (soglia), come se si ritenesse scontato che i volumi e gli importi iniziali siano destinati a restare tali nel corso dello sviluppo dell'operazione sottostante.

I casi reali che si presenteranno in futuro saranno certamente diversi. Restando nell'ambito del settore di attività di mia competenza, il possibile finanziamento di una operazione immobiliare, plausibilmente di grandi dimensioni, potrebbe avere un andamento progressivo. Potrebbe essere finanziata, in fase di avviamento, dall'emissione di un importo di token limitato, sufficiente per la sola progettazione e/o l'acquisto dell'area (green field/brown field/building), magari destinata a un ristretto novero di sottoscrittori/imprenditori, esperti del settore, con competenze specifiche e una elevata propensione al rischio.

Poi, nel successivo sviluppo dell'operazione, magari dopo l'approvazione del progetto, potrebbero esservi ulteriori emissioni di token, per pagare i lavori edili così come anche nuovi sottoscrittori. Queste ulteriori, successive, emissioni potrebbero essere destinate ad una platea più ampia di sottoscrittori, meno propensi al rischio che entrano nell'operazione quando le fasi più incerte sono già state superate. In tal caso, è ragionevole supporre che possano anche essere soddisfatti da un rendimento inferiore a quello atteso dai primi sottoscrittori. Se così fosse, anche i primi sottoscrittori/imprenditori potrebbero, a questo punto, cedere ai nuovi aderenti all'iniziativa i primi token da loro sottoscritti, in tutto o in parte, realizzando una plusvalenza e concretizzando un caso virtuoso di *early redemption* che nel mondo immobiliare rappresenta un fattore relativamente occasionale e che, invece, proprio questi strumenti tendono, auspicabilmente, a rendere sistematico.

A fronte di una semplice e sintetica descrizione di un caso, ipotetico ma probabile, è evidente quanto sia difficile in processi destinati, per loro natura, ad essere così dinamici e fluidi, impostare i regimi normativi sulla base di soglie. Soglie che, tra l'altro, dovrebbero necessariamente essere espresse in valuta corrente (Euro) e quindi soggiacere a continui processi di conversione. A loro volta complicati dalla constatazione, sopra espressa, che questi strumenti nascono per essere scambiati al di fuori dei sistemi di scambio ma direttamente tra le parti, quindi, possibilmente, anche in assenza di quotazioni di riferimento.

Q5: si condivide la proposta di ampliare la gamma delle attività che possono essere effettuate dai gestori di portali di *crowdfunding* 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

La proposta non si condivide. Innanzitutto, il *crowdfunding* è un mercato marginale, di dimensioni e prospettive ridotte e destinato a restare tale.

Al contrario, il finanziamento di iniziative tramite emissione di Utility Token o Security Token è un mercato che, potenzialmente, può arrivare a sostituire porzioni significative di finanza “tradizionale” nonché, a maggior ragione, assorbire completamente anche il fenomeno del *crowdfunding*, sostituendovisi.

Volendo tentare di osservare i fenomeni in prospettiva, una lettura è che il *crowdfunding* abbia rappresentato il tentativo di fare qualcosa di nuovo, con strumenti vecchi.

Mentre le tecnologie blockchain paiono essere esattamente gli strumenti che mancavano per poter fare a meno del *crowdfunding*, così come noto fino ad oggi.

A titolo di esempio, restando nel settore di mia competenza e richiamando gli esempi rappresentati nelle risposte precedenti, se un soggetto decidesse di finanziare una iniziativa immobiliare come sopra descritto, sarebbe anche difficile capire quando, o in quali fasi, si dovrebbe ricorrere all'intervento di un portale di crowdfunding, terzo ed estraneo rispetto all'iniziativa.

È necessario accettare l'idea che il momento di passaggio da un *private placement* ad un *public offering*, con questi nuovi strumenti, potrà essere molto fluido (liquid) e spesso non collegato a momenti formalmente circoscrivibili.

Probabilmente, nei futuri casi concreti, neppure individuabile mediante ricostruzione degli eventi a posteriori e non sotto il controllo dell'emittitore originario, ma magari attuato dai soggetti divenuti detentori nel frattempo.

Q6: si condivide la proposta di estendere lo svolgimento delle attività di gestione di piattaforme per le offerte di crypto-attività anche a soggetti operanti fin 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?)

Si ribadisce che il potenziale rappresentato da questi strumenti è proprio nella possibilità che ogni operatore, in qualsiasi settore, date certe condizioni, possa ambire a raccogliere *equity* mediante tokenizzazione della sua proposta di business.

Una normativa che costringa l'emissione solo tramite una (relativamente) ristretta selezione di portali non pare in grado di rispondere a quanto il mercato potrebbe richiedere, già a breve termine.

Inoltre l'*air drop* dei *token* ai destinatari non richiede, da un punto di vista tecnico, l'intromissione di una terza parte (il "portale" o la "piattaforma") che rappresenterebbe, quindi, una forzatura non necessaria.

Una forzatura di segno diametralmente opposto alla ragione profonda di essere di questi nuovi strumenti, che nascono proprio con l'obiettivo di disintermediare i rapporti tra la parti.

Q7: l'approccio delineato per lo svolgimento delle offerte in sede di nuova emissione delle crypto-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?

La proposta di un regime di *opt-in* è assolutamente condivisibile. Oltre che l'unica al momento in grado di fornire una risposta alle richieste che il mercato e gli operatori presto rappresenteranno.

Arriverà il momento in cui non sarà più possibile distinguere, con puri parametri dimensionali, lo Utility token emesso, ad esempio, dalla grande rete internazionale di palestre da un Security Token emesso per finanziare una operazione immobiliare, di dimensioni magari non grandi. Entrambi gli strumenti utilizzeranno tecnologie *blockchain based* e saranno definibili token.

I confini tra le categorie tenderanno a divenire sempre più fluidi e indistinti, via via che il ricorso a tali tecnologie si diffonderà e distinzioni di natura qualitativa potrebbero divenire difficili da esercitare quanto quelle di natura quantitativa, come sopra esposto.

Perciò, anche da parte degli operatori, vi è richiesta di un regime normativo, in termini di documentazione informativa e caratteristiche dell'investimento, che rappresenti la garanzia di poter progettare e realizzare le proprie operazioni in un ambito di certezza e legalità, per arrivare a proporle al mercato potenzialmente più ampio possibile.

Tuttavia dovrà essere una disciplina che richieda l'adempimento di obblighi di natura informativa adeguati e approfonditi quanto si ritiene, ma che non potrà obbligare il proponente a seguire determinati canali per il *placement*. Soprattutto perché il momento in cui si riterrà di ampliare l'ambito dei potenziali sottoscrittori/detentori del token specifico potrebbe essere un momento intermedio, nello sviluppo del business sottostante, anche successivo alla prima emissione. Per cui i token, in tutto o in parte, potrebbero già essere stati emessi e detenuti da una pluralità di soggetti, portatori di interessi e posizioni differenti.

Q8: si ritiene opportuno, nell'ottica della maggiore tutela degli investitori, stabilire uno stretto collegamento fra l'offerta di crypto-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?

Molto semplicemente, la realtà dimostrerà che non vi sia modo di imporre una disciplina del genere.

L'unico effetto che avrebbe sarebbe di porre i nostri mercati al di fuori di opportunità di business che, ad oggi, appaiono estremamente promettenti e suscettibili di sviluppi in grado di modificare strutturalmente le modalità di finanziamento delle iniziative imprenditoriali, costituendo così un grave pregiudizio per lo sviluppo della nostra nazione.

Anche volendo prescindere dalle ipotesi di sviluppo di questi strumenti, la sola presenza, ormai consolidata sui mercati, del Bitcoin dimostra come tale impostazione non solo non sia sostenibile, ma non sia neppure utile a disciplinare il fenomeno. Più in dettaglio, nella risposta al quesito successivo.

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

Nessuno.

Come detto sopra, se la definizione di crypto-attività ricomprende, come in effetti fa, ogni tipo di token blockchain based, inclusi Utility Token e Security Token, come sarebbe possibile e per quale motivo si dovrebbero escludere dall'utilizzo di tale strumento operatori di un qualsiasi genere?

Giunti a questo punto della trattazione, per meglio condividere i futuri scenari in cui tale proposta disciplina potrà trovarsi ad operare, è opportuno ricorrere allo strumento della simulazione.

Il caso di studio proposto è quello di una palestra, di nota catena internazionale, che in un quartiere di una grande città intenda effettuare un ampliamento della propria struttura “Wellness Club”, elevandone il livello di esclusività.

Per finanziare l’investimento, stimato in 10'000'000€ emette e propone alla potenziale clientela l’acquisto di 1'000 VirginToken (o FitnessFirstToken, per analogia) al prezzo di 10'000€ ciascuno, emesso in tecnologia blockchain.

Ogni VirginToken (utilizzo un noto brand per conferire concretezza alla simulazione), mediante implementazioni di uno *smartcontract*, darà automaticamente e irredimibilmente diritto al possessore di:

- Lifelong membership al Club Gold ed ai relativi servizi, tra i quali:
 - o Libero accesso alle zone di allenamento nonché ai servizi Wellness della realizzanda nuova espansione
 - o Scontistica dedicata, privilegi negli orari e nelle prenotazioni
 - o Inviti ad eventi esclusivi organizzati nelle aree della realizzanda nuova espansione
 - o Accesso ai servizi degli altri impianti della catena su base nazionale
- Tramite membership al Club Gold, *fractional ownership* della realizzanda struttura del Club medesimo

Questo Token sarebbe certamente classificabile come **Utility Token**, in quanto conferisce diritti a servizi garantiti dalla blockchain ed eseguiti tramite *smartcontract* integrato.

Sarebbe tuttavia classificabile anche come **Security Token**, essendo *asset backed* dalla quota di proprietà del nuovo impianto, per il tramite dell’adesione al soggetto dedicato (l’associazione sportiva Club Gold e la struttura giuridica adeguata sottostante). In realtà, giova notare che “l’asset” non è ancora costruito al momento dell’acquisto del token, per cui sarà Asset Backed solo al completamento dei lavori.

Sarebbe pubblicizzato mediante canali commerciali, per sostenere l’iniziativa, nel bacino di potenziale interesse (il quartiere? Parte della città?). Per ottenere 1000 sottoscrittori a quell’importo, si può tranquillamente ipotizzare di doverne raggiungere diverse decine di migliaia.

Alla luce del successo dell’iniziativa, alcuni clienti potrebbero anche decidere di sottoscrivere e acquistare il proprio VirginToken anche, o esclusivamente, allo scopo di rivenderlo ad un prezzo maggiore una volta che siano andati esauriti i 1'000 token emessi dal promotore. Integrando così, almeno per alcuni, anche un fine speculativo. Sarebbe infatti semplice subordinare l’attivazione del token ad un input di natura biometrica. Per esempio, finché non viene attivato dall’impronta digitale, non scattano i privilegi e può circolare liberamente al portatore. Questa fase potrebbe

durare per tutta il periodo dei lavori edili, per poi essere attivato biometricamente entro una determinata scadenza dall'apertura del nuovo centro.

Proseguendo nella simulazione, è perfettamente lecito immaginare che l'iniziativa abbia successo e la catena di Wellness decida di riproporla, su scala nazionale, per il sostegno dell'ampliamento e del potenziamento della propria rete di impianti. Per cui i potenziali sottoscrittori potrebbero diventare migliaia e il bacino di riferimento per le relative campagne pubblicitarie potrebbero diventare centinaia di migliaia di potenziali clienti, nelle città interessate dall'iniziativa.

Le domande da porsi, in relazione alla proposta di disciplina della crypto attività contenute nel documento a cui si sta rispondendo, sono:

- Tale iniziativa, rientra negli obiettivi di cui alla definizione del Riquadro 1?
- Ha senso immaginare che un Token del genere possa o debba transitare su un sistema di scambi dedicato?
- Può la dimensione dell'iniziativa, anche in rapporto al proprio bacino di offerta, essere elemento discriminatorio per la sua classificazione?
- Una offerta del genere, appare come una iniziativa commerciale rivolta ad un pubblico principalmente interessato ai servizi offerti, oppure è di significativo interesse ai fini della garanzia della tutela del pubblico risparmio?
- La componente speculativa latente può, o deve, far ritenere il VirginToken uno strumento o un prodotto finanziario?
- Una operazione del genere mantiene le proprie caratteristiche intrinseche, sia che venga eseguita da una grande catena internazionale sia che venga promossa da una palestra di scala locale, anche se magari di buon successo commerciale e d'immagine. Possono i requisiti minimi eventualmente richiesti ad una palestra essere un elemento ostativo all'accesso a strumenti del genere, per il sostegno delle proprie attività imprenditoriali?

Tentando, in questa sede, di rappresentare la voce e gli interessi degli operatori economici, la mia visione del fenomeno mi porta a rispondere negativamente a tutte le domande di cui ai punti precedenti.

Anzi, una disciplina che limitasse agli operatori economici l'accesso a strumenti del genere risulterebbe estremamente penalizzante per il sistema economico nazionale nei prossimi anni.

Di più, in questa chiave di lettura e ben consci del fatto che il nostro sistema economico sconta, tra gli altri fattori penalizzanti, una dimensione media degli operatori ben minore rispetto ai competitors internazionali, occorre tenere un livello di attenzione elevatissimo nei confronti di sistemi di selezione basati sulla richiesta di requisiti iniziali. Tali sistemi di selezione hanno, sempre e invariabilmente, l'effetto di favorire gli operatori di maggiori dimensioni.

Il che, nei mercati finanziari, può anche avere, tra gli altri, l'effetto di operare una selezione che tuteli indirettamente i risparmiatori. Ma in questi casi non si possono, invece, trascurare gli effetti collaterali negativi.

La simulazione che ho voluto condividere in questa sede ha lo scopo di rappresentare le potenzialità dei questi strumenti, che vanno ben oltre i mercati finanziari e, molto presto, penetreranno pressoché tutti i settori dell'economia. Come è già capitato in passato, quando entra in scena un cambio di paradigma tecnologico di questo livello gerarchico, e qui ci si riferisce alle tecnologie *blockchain based* più che alle *cryptovalute*, il coinvolgimento riguarda tutti i settori e, potenzialmente, tutti gli operatori dei settori medesimi.

Nel caso di questi nuovi strumenti, il confine tra la dimensione puramente finanziaria del fenomeno, così come pare essere stata percepita finora, e la dimensione industriale e commerciale, è destinato a divenire molto labile e molto mobile.

In effetti, si tratta di strumenti che nascono proprio per superare e, di fatto, annullare tale confine. Fino a farlo scomparire.

Una volta preso atto dello scenario, appare evidente come non sia possibile impostare una disciplina del fenomeno in termini di soglie, tipologie o canali di scambio, ma esclusivamente in termini di regime di *opt-in*.

Si segnala, tuttavia, che l'orientamento del documento 19 marzo 2019 lascia intendere che il regime di *opt-in* sia inteso come regime a cui dovrebbero o potrebbero aderire gli *exchange server*, come se l'attività online di scambio di *cryptovalute*, di natura meramente speculativa, esaurisse il fenomeno d'interesse. Al contrario, si ripete, la destinazione finale e la vocazione di tali strumenti è esattamente opposta, ovvero lo scambio diretto tra controparti. Di conseguenza, in questa sede, quando faccio riferimento al regime di *opt-in*, mi riferisco all'ente emittente le *crypto-attività* e non agli *exchange server* dove potrebbero un domani essere scambiate, come anche no.

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

Q11: i requisiti sopra indicati, 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*?

No (si risponde congiuntamente ad entrambi i quesiti).

Cryptovalute e *Tokens* nascono con il preciso e connaturato scopo di circolare direttamente tra le controparti. Il loro schema costruttivo e la tecnologia sottostante sono stati concepiti esattamente per il perseguimento del fine della disintermediazione nei rapporti tra controparti.

Ritengo sterile e controproducente impostare la disciplina di controllo degli scambi, di *asset* nati per evitare l'intermediazione, sul principio del controllo degli intermediari o delegando ai medesimi tali compiti.

La semplice constatazione che oggi, la grande parte degli scambi visibili (visibili in termini di percezione del fenomeno, s'intende. Trattandosi di attività in blockchain, è ovvio che la visibilità sia comunque assoluta) avvenga sugli *exchange server* non deve condizionare la lettura del fenomeno, traguandandone invece la messa a regime. A tal proposito, è necessario assumere un atteggiamento tecnico e neutrale rispetto al fenomeno nel suo complesso. Se gli obiettivi dichiarati dei sistemi blockchain e delle cryptovalute non saranno raggiunti, nel breve volgere di tempo volumi e scambi diventeranno irrilevanti, per dimensioni e interesse.

Ma il legislatore deve traguardare un orizzonte entro il quale, invece, tali tecnologie si affermassero fino ad entrare in una fase di diffusione, stabilità e operatività.

In quella fase sarebbe, allora, il ruolo degli *exchange server* a divenire marginale, rispetto agli scambi che avverrebbero direttamente tra le controparti.

In particolare, suscita preoccupazione il primo capoverso del "Riquadro 5" in quanto recita:

" omissis ... la previsione che solo le cryptoattività che abbiano costituito oggetto di offerta al pubblico attraverso una o più piattaforme per le offerte di cryptoattività possano essere ammesse agli scambi e ... omissis"

Una previsione del genere risulterebbe anacronistica e inapplicabile. È sufficiente confrontarla con la realtà del Bitcoin che, come già detto, capitalizza approssimativamente l'80% del montante mondiale investito in crypto e non è mai stato oggetto di offerta al pubblico in alcuna maniera, su nessuna piattaforma dedicata, per comprenderlo. All'altro estremo, nel caso del VirginToken emesso con le ipotetiche modalità di cui al punto Q9, una volta che sia stato emesso e circoli secondo le previsioni dell'emittente e dei clienti, quale scopo avrebbe l'eventuale esclusione da un *exchange server*?

Inoltre, quale senso si deve attribuire alla locuzione "ammesse agli scambi" per delle attività nate e destinate per essere scambiate direttamente tra le controparti, secondo la loro volontà?

Una previsione sostanzialmente incomprensibile è, poi, la previsione del divieto di scambiare prodotti basati su blockchain *permissionless*. Tale previsione appare derivare dall'identificazione delle blockchain *permissionless* con l'anonimato degli utenti.

Al riguardo si richiama quanto già espresso al punto Q1. Innanzitutto le blockchain *permissionless*, Bitcoin in testa, sono ben lungi dal voler essere o riuscire a garantire, l'anonimato. Al contrario, la visibilità dei Wallet è totale e accessibile da chiunque, da qualsiasi nodo della rete. Imporre il collegamento di una identità ad un wallet è tema di banalità elementare e non presenta alcuna differenza tra il collegare un beneficiario ad un IBAN o ad un Conto Titoli, anch'essi identificati semplicemente da una stringa alfanumerica, esattamente come un wallet in blockchain.

Il livello di trasparenza è tale che, in assenza di un collegamento tra un wallet elettronico e una identità, in fase investigativa, anche senza attivare alcuna procedura di accesso ai conti o ai movimenti bancari presso terzi (banche o istituti), è sufficiente osservare i movimenti in blockchain pubblica di quel wallet per individuare agevolmente il soggetto, incrociandone le transazioni con altri wallet di identità note. E questo processo diverrà sempre più semplice al diffondersi di questi strumenti.

Al contrario, orientare la disciplina del settore verso una penalizzazione o esclusione delle blockchain *permissionless* significa (tentare di) porre il sistema economico nazionale al di fuori di percorsi di sviluppo economico e opportunità tecnologiche e commerciali che, oggi, appaiono di rilievo assoluto.

Q12: i requisiti sopra indicati, il cui accertamento è condizione per l'iscrizione del sistema nel registro tenuto dalla CONSOB, sono presidi sufficienti da 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?

Sì, nei limiti in cui la disciplina destinata alle piattaforme di scambio sarà in grado di incidere sul fenomeno, nelle dimensioni e nell'articolazione che potrebbe presto sviluppare.

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

Non è possibile rispondere a tale quesito, posta la genericità dello stesso.

La risposta giace nel bacino della rapida e inarrestabile evoluzione tecnologica che il fenomeno sta conoscendo e potrà darla solo il mercato.

La Blockchain (quando in maiuscolo, è quella del Bitcoin. Le altre blockchain, si usa riportarle in minuscolo) del Bitcoin è stata esposta ad ogni tipo di attacco informatico e di prova operativa per dieci anni. Non ci sono altre blockchain la cui fase di test possa essere considerata paragonabile.

La Blockchain del Bitcoin è sicura?

La risposta può variare in base alla posizione del soggetto chiamato a rispondere, rispetto al quesito.

Al momento in cui si scrive, individui e soggetti economici la ritengono sufficientemente sicura per investire un importo equivalente a 81 miliardi di Euro, nel mondo.

Q14: si condivide la scelta di introdurre un meccanismo di *opt-in* per l'iscrizione nel registro dei sistemi di scambi di crypto-attività, che sarebbe tenuto dalla CONSOB?

Assolutamente sì, ma ribadendo, come sopra già rappresentato, che il meccanismo di *opt-in* deve interessare l'emittitore della cryptovaluta o del token, non le piattaforme dove potrebbe, o meno, venire scambiato.

Quindi, una volta sancita la validità del principio opzionale e volontario dell'adesione al sistema di controllo, la constatazione che ne segue è la non rispondenza ai fini proposti della soluzione "registro degli operatori".

Tale impostazione continua a riflettere la sottostante convinzione che possa essere praticata la sola sorveglianza degli intermediari, in scambi di asset nati per evitare gli intermediari.

Nel momento in cui Security o Utility token saranno emessi tanto per finanziare operazioni di sviluppo immobiliare quanto per pagare l'abbonamento in palestra, la quantità e varietà di potenziali soggetti emettitori sarà tale da non poter fare ritenere né utile, né praticabile, la soluzione di un "registro".

Sarà invece necessario declinare e dettagliare le caratteristiche, industriali, finanziarie, commerciali, di *governance* e operative affinché, quando soddisfatte, la specifica emissione possa essere dichiarata *compliant* con la disciplina. E il riferimento dovrà essere alla specifica singola emissione, poiché nulla potrà (o dovrà) vietare al medesimo soggetto di poter ricorrere all'emissione di token anche più volte, a sostegno di progetti e iniziative diverse, laddove in alcuni casi potrebbe essere utile o giustificata la *opt-in* mentre, in altri casi, no.

Fino a quel momento l'attività dovrà comunque essere lasciata libera, per non precludere al sistema economico nazionale l'accesso a irrinunciabili opportunità.

A questo riguardo, si segnala come l'acquisto o la sottoscrizione di cryptoattività, immateriali per natura, non sia facilmente, o affatto, circoscrivibile. Anche in assenza di normativa e, ipoteticamente, in assenza di attività all'interno dei confini nazionali, nulla protegge l'investitore italiano dal comprare o scambiare tali attività tra controparti direttamente o tramite intermediari/piattaforme estere. In effetti, sta già succedendo.

Di conseguenza questo settore rappresenta un caso di scuola, nel quale una disciplina restrittiva e penalizzante, anche qualora derivasse da condivisibili valutazioni di esigenza di protezione del consumatore o del risparmiatore, avrebbe come effetto la penalizzazione degli operatori, la depressione dei mercati nazionali, ostacolerebbe la formazione di competenze nazionali di vertice senza, peraltro, riuscire a proteggere in misura significativa il consumatore/risparmiatore nazionale.

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?

La risposta è negativa, in quanto il regime proposto è inattuabile.

Come sarebbe possibile che “non risulti possibile” la prosecuzione degli scambi di token già emessi?

Come ampiamente descritto sopra, l'esistenza o meno e il funzionamento di piattaforme di scambi sottoposte ad un ipotetico controllo da parte dell'Autorità è aspetto irrilevante nei confronti di quanto già emesso e di quanto accade tra le controparti.

Esiste un rilevante montante di crypto e token già emessi, detenuto in una certa misura anche da cittadini italiani nel territorio nazionale a cui fa riferimento l'Autorità CONSOB.

Cosa dovrebbe succedere a questo montante, che peraltro rappresenta anche un investimento ed un valore economico per i detentori? Dovrebbero astenersi dagli scambi tra privati?

Un regime del genere, se interessasse solo le piattaforme di scambio nazionali, non avrebbe effetto alcuno in termini di tutela di chi già detiene *asset* del genere. Tantomeno impedirebbe, a chi fosse interessato, di acquistarne ulteriori.

Se invece si dovesse intendere esteso anche ai privati detentori di crypto, non si capisce come potrebbe essere applicabile.

E anche se lo fosse, otterrebbe esattamente il risultato opposto a quanto dichiarato. Ovvero, tenderebbe a mettere a rischio anche gli investimenti già effettuati. Per cui la reazione sarebbe il disinvestimento, cedendo le attività a soggetti esteri (che, nel caso delle cryptoattività detenute dai privati, è un concetto molto labile), a prezzi di realizzo? O il congelamento delle proprie attività, quindi di nuovo perdendo opportunità di gestione o impiego e quindi subendo danni? In sostanza, tale regime concretizzerebbe esattamente il pericolo che si propone di scongiurare, ovvero danneggiare i risparmiatori.

CONCLUSIONI - OLTRE IL BITCOIN:

Ringraziando per l'opportunità e per l'attenzione, si coglie l'occasione per ribadire che il fenomeno è in atto. Le sue proporzioni ed il suo potenziale sono tali da fare traguardare un impatto in grado di incidere trasversalmente su tutti i settori dell'economia.

Fino a questo momento l'attività apparentemente degna di osservazione e, probabilmente, di disciplina è apparsa essere quella svolta sugli *exchange server*. Ma si tratta di una illusione.

Illusione che deriva dalle aspettative di alcuni soggetti, migliori conoscitori della materia, che hanno, prima degli altri, intuito le potenzialità di tali strumenti. Con il progredire ed il diffondersi di tali aspettative, molti iniziano a tentare di assumere posizioni di natura puramente speculativa, soprattutto nei confronti dell'*asset* Bitcoin.

Bitcoin nasce da un progetto di livello piuttosto elevato e con obiettivi molto ambiziosi. Se riuscirà a realizzarli, chi avrà investito o scommesso sul suo valore, sarà premiato. O viceversa.

Tuttavia le pulsioni speculative, con annessi i tipici fenomeni di un mercato ancora relativamente piccolo e immaturo (volatilità, pump and dump, whales and dolphins, hard and soft fork, ICO inconsistenti, truffe sui prodotti derivati) non devono impedire di vedere oltre il Bitcoin.

Oltre il Bitcoin vi è la certezza che la tecnologia Blockchain *permissionless* sia matura per diventare uno strumento, operativo e potente, nei sistemi economici. Nel diventarlo, inevitabilmente attirerà capitale e, con esso, pubblico risparmio in una certa misura. Il meccanismo, nativo e per vocazione, tende a eliminare gli intermediari, storicamente utilizzati come checkpoint e quindi delegati alle doverose attività di controllo (sebbene non sempre efficaci).

La normativa, in termini generali e di principio, dovrà mutare impostazione. Non potrà più contare sulla possibilità di intercettare le attività, contenendole in circuiti controllabili, nei quali le banche costituiscono tipicamente un filtro inevitabile.

In rapporti disintermediati, dove l'investitore avrà sempre più un rapporto diretto con il proponente, la disciplina di settore dovrà essere, non più un obbligo del quale si potrà imporre il rispetto all'operatore, ma uno strumento a disposizione del cittadino e di cui, consapevolmente e responsabilmente, dovrà essere messo in condizione di servirsi.

L'alternativa è penalizzare il sistema economico di riferimento ed i suoi operatori senza, peraltro, poter impedire ai cittadini, risparmiatori o investitori, di poter comunque essere esposti ai rischi dai quali li vuole proteggere.

Genova, 17 aprile 2019



(Dott. Federico Garaventa)

Dott. Federico Garaventa
Piazza G. Alessi 1/12
16128 GENOVA
fg@garaventapm.it
+39 393 868 1584