



SEGRETERIA DI STATO
INDUSTRIA ARTIGIANATO
COMMERCIO E LAVORO

Relazione al Decreto Delegato

“Norme sulla tecnologia blockchain per le imprese”

Eccellentissimi Capitani Reggenti,

Onorevoli Consiglieri,

il decreto delegato “Norme sulla tecnologia blockchain per le imprese” rappresenta per la Repubblica di San Marino un primo importante passo nel suo percorso di crescita e posizionamento internazionale nel settore delle tecnologie innovative.

La scelta di dare spazio all’innovazione, come motore di sviluppo dell’economia del Paese, deve essere necessariamente accompagnata da un metodo di lavoro che distingua la Repubblica da tutti gli altri Stati che si sono approcciati al tema.

Si tratta di una grande sfida e per raggiungere con successo l’ambizioso obiettivo che ci si è preposti, è fondamentale individuare una visione strategica molto specifica.

Il *filo conduttore* che ha caratterizzato tutta l’attività di San Marino Innovation in questi mesi di lavoro e che, a oggi, possiamo dire essere quell’angolo strategico che determinerà il successo delle iniziative di cui l’Istituto, di concerto con le Segreterie di Stato preposte, si è fatto promotore, è quello di concepire la Repubblica di San Marino come partner legislativo degli innovatori.

Questo è altresì il senso e la funzione del Comitato Scientifico dell’Istituto, che ha lo scopo di raccogliere una serie di input da professionisti di alto calibro e da realtà imprenditoriali che sul piano internazionale sono considerate leader del settore, al fine di effettuare proposte normative in grado di qualificare la Repubblica come hub tecnologico a livello mondiale.

Perché una normativa che regoli la tecnologia blockchain?

La domanda è appositamente fuorviante: lo scopo di questa proposta normativa non è disciplinare la tecnologia, come si dirà meglio in seguito, ma disciplinare le applicazioni della stessa. Un’analogia calzante può essere quella dell’elettricità: le leggi che ne regolamentano l’utilizzo e le applicazioni in qualsiasi campo non toccano le dinamiche tecnologiche: queste si sviluppano di pari passo con il naturale progresso scientifico che caratterizza la storia dell’umanità.

REPUBBLICA DI SAN MARINO

Contrada del Collegio, 38 - 47890 San Marino
info.industria@gov.sm - www.industria.sm

T +378 (0549) 885272
F +378 (0549) 882529



**SEGRETERIA DI STATO
INDUSTRIA ARTIGIANATO
COMMERCIO E LAVORO**

Ci sono tecnologie, quali la blockchain, che per crescere e liberare il loro potenziale hanno necessità di una giurisdizione che accompagni questo percorso di sperimentazione con l'intento di capirne le necessità e allo stesso tempo mitigandone i rischi.

Quello che si vuole evitare e che l'Istituto vede come un chiaro obiettivo inderogabile e imprescindibile, è quello di cavalcare l'onda delle speculazioni a breve termine.

La proposta normativa in questione è, sotto ogni aspetto, coerente con questo approccio.

Dunque, in premessa, la proposta normativa in oggetto riguarda alcune delle applicazioni della tecnologia blockchain che sono ritenute particolarmente rilevanti e strategiche per lo sviluppo economico della Repubblica di San Marino.

Non si tratta di un intervento normativo a carattere definitivo.

Periodicamente, emergono nuovi profili, sia di tipo economico che legale, che riguardano l'utilizzo di questa tecnologia nei più svariati ambiti.

Sono davvero pochi i Paesi che hanno intrapreso la strada della regolamentazione, proprio perché hanno avuto la lungimiranza di comprendere che in questo momento ciò che attrae l'investitore del settore non è operare in assenza di regole, bensì operare in un ecosistema con norme chiare, precise e ben comprensibili.

Questo è l'intento della presente proposta normativa per San Marino: attrarre investitori meritevoli per la qualità delle nostre leggi, per la corretta regolamentazione delle applicazioni della tecnologia e per la facilità con cui le nostre norme riescono a stare al passo dei cambiamenti che, per natura, interesseranno il settore nel breve, medio e lungo termine.

Per tutti i motivi sopra esposti infine, la proposta in oggetto rappresenta solo il primo tassello del percorso, che si è individuato come strategico per la Repubblica: diventare un centro riconosciuto a livello mondiale.

Per mantenere questo posizionamento, sarà necessario monitorare costantemente sia l'efficacia delle leggi in materia, sia le evoluzioni del panorama internazionale, in modo da essere sempre pronti a far sì che le norme sammarinesi riescano a mantenere il ritmo di crescita della tecnologia e delle sue applicazioni.

Forse sarà proprio questa la sfida più grande che la Repubblica dovrà affrontare.

REPUBBLICA DI SAN MARINO

Contrada del Collegio, 38 - 47890 San Marino
info.industria@gov.sm - www.industria.sm

T +378 (0549) 885272
F +378 (0549) 882529



**SEGRETERIA DI STATO
INDUSTRIA ARTIGIANATO
COMMERCIO E LAVORO**

Una scelta di trasparenza per il Paese.

A chiusura della disciplina propria delle applicazioni della tecnologia Blockchain è stato inserito un articolo dedicato ai presidi anti-riciclaggio a tutela del sistema. Non solo è stato previsto che per tutte le operazioni di cui al decreto delegato in oggetto devono essere applicate le procedure di adeguata verifica ai sensi delle leggi vigenti a San Marino, ma a tale previsione si sono aggiunte due ulteriori cautele:

- A. l'obbligo di applicare l'adeguata verifica in forma rafforzata;
- B. l'accesso al sistema solo ed esclusivamente per quei soggetti che, anche nelle giurisdizioni di appartenenza, siano sottoposti a misure di controllo equivalenti all'adeguata verifica rafforzata prevista dal nostro ordinamento.

Questa scelta di trasparenza ha lo scopo di dare un messaggio chiaro all'esterno: in Repubblica si lavora sui contenuti e non sulla speculazione. La politica di settore scelta per San Marino è quella di attrarre operatori con visione e capacità e di conseguenza investitori e consulenti per consolidare l'ecosistema sammarinese.

Il posizionamento a livello internazionale, la continua crescita di stima verso il Paese, l'adeguamento alle normative internazionali in materia di contrasto ai fenomeni di riciclaggio e la fiducia che con gli anni San Marino si è duramente riconquistata grazie al suo costante impegno, non possono e non devono venire meno ma, al contrario, essere avvalorate dai provvedimenti che interessano i settori dell'innovazione: con la norma sopra descritta riteniamo di aver raggiunto anche questo obiettivo.

3

Le applicazioni regolamentate nella proposta normativa.

Blockchain - in italiano "catena dei blocchi" - altro non è che una tecnologia che si basa su un registro transazionale sicuro, condiviso da tutte le parti che operano all'interno di una data rete distribuita di computer.

Registra e archivia tutte le transazioni che avvengono all'interno della rete, eliminando in definitiva la necessità di terze parti: questo è il motivo per cui, quando si parla di blockchain, si parla di eliminazione dei meccanismi di intermediazione tra dati e utente.

REPUBBLICA DI SAN MARINO

Contrada del Collegio, 38 - 47890 San Marino
info.industria@gov.sm - www.industria.sm

T +378 (0549) 885272
F +378 (0549) 882529



**SEGRETERIA DI STATO
INDUSTRIA ARTIGIANATO
COMMERCIO E LAVORO**

Il nome deriva dalla sua natura distribuita (si parla anche di *Distributed Ledger Technology* ossia Tecnologia del Registro Distribuito): ogni nodo del network svolge un ruolo nella verifica delle informazioni, inviandole al successivo in una catena composta da blocchi, blockchain appunto.

Le singole transazioni che avvengono tramite la blockchain sono validate da un meccanismo di consenso, distribuito su tutti i nodi della rete, ossia su tutti i nodi che sono autorizzati a partecipare al processo di validazione delle transazioni da includere nel registro.

Le principali caratteristiche delle tecnologie blockchain sono :

- immutabilità del registro
- la tracciabilità delle transazioni
- sicurezza basata su tecniche crittografiche.

Questi elementi consentono di poter affermare che la tecnologia blockchain è uno strumento estremamente sicuro rispetto ai rischi di attacchi hacker.

Le applicazioni che si sono volute disciplinare con la presente proposta normativa sono essenzialmente due: il settore finanziario e il settore crowdfunding.

I due strumenti che rispecchiano questa scelta e di cui si parlerà più diffusamente nel prosieguo sono i token di utilizzo e i token di investimento.

Cosa è un token?

Un token (in italiano, gettone) è uno strumento di scambio che ha un suo valore unitario solo se scambiato per il tramite della tecnologia blockchain. Ha sempre un "asset" sottostante che ne influenza la natura stessa e di conseguenza, le regole che lo disciplinano. Come si vedrà nel prosieguo, la parte più rilevante della normativa riguarda le offerte di token agli utenti/investitori: l'obiettivo è quello di fornire una regolamentazione allo scambio dei token, a seconda della loro diversa natura, a tutela del mercato, degli utenti e del sistema stesso.



**SEGRETERIA DI STATO
INDUSTRIA ARTIGIANATO
COMMERCIO E LAVORO**

I token di utilizzo (in inglese, *utility token*) sono semplicemente gettoni che consentono l'accesso futuro ai prodotti o ai servizi offerti da un'azienda. Pertanto, i token di utilità non sono creati per essere un investimento né soggiacciono alle regole proprie delle attività di investimento.

I token di investimento (in inglese, *security token*) sono asset digitali il cui valore deriva da un asset sottostante che può essere scambiato: la caratteristica è che l'asset sottostante è uno strumento finanziario vero proprio.

L'approccio dei Paesi che hanno disciplinato queste applicazioni della blockchain è analogo a quello da noi proposto: trattare questi token come strumenti finanziari e dunque, sottoporli alle regole di settore.

Tecnica normativa.

Nella redazione della presente proposta normativa si è deciso di optare per un approccio estremamente sintetico e chiaro.

Dopo aver confrontato il *modus operandi* dei Paesi più avanzati, si è ritenuto opportuno individuare una via di mezzo tra le due opzioni seguite fino a questo momento:

- a) mere indicazioni, regolamenti, pareri di Autorità di regolazione dei mercati finanziari, banche centrali nazionali (ESMA, EBA) o altre autorità di natura amministrativa (Svizzera, Liechtenstein, Gibilterra);
- b) un corpo normativo molto articolato, fin nei minimi dettagli (Malta).

Il modo corretto di regolamentare questi settori non è lavorare per anni a una normativa onnicomprensiva, bensì quello di affiancarsi al mercato e normare aspetto dopo aspetto, facilitando lo scambio di esperienze e quindi creando un ecosistema dove la democrazia contribuisce attivamente allo sviluppo dell'innovazione.

Trattandosi di un settore estremamente fluido e in continua evoluzione il primo obiettivo è stato individuare una tecnica normativa coerente con la natura del suo oggetto. Se da un lato, infatti, è stato scelto il decreto delegato come strumento fondamentale per consentire un pronto adeguamento di pari passo con gli avanzamenti della tecnologia - e questo è uno dei maggiori punti di forza della Repubblica rispetto agli altri Paesi - dall'altro si sono individuate una serie di funzioni regolamentari in capo

REPUBBLICA DI SAN MARINO

Contrada del Collegio, 38 - 47890 San Marino
info.industria@gov.sm - www.industria.sm

T +378 (0549) 885272
F +378 (0549) 882529



SEGRETERIA DI STATO
INDUSTRIA ARTIGIANATO
COMMERCIO E LAVORO

all'Istituto per l'Innovazione, in modo tale da realizzare quello che viene definito "**modello sandbox**". Il *sandbox*, letteralmente, indica il recinto di sabbia destinato ai giochi dei bambini (detto anche sabbiera). La caratteristica del *sandbox* è avere un perimetro ben delineato e solido. La sabbia al suo interno invece si muove per sua natura in maniera fluida, sebbene sempre all'interno dei confini del *sandbox*. Questa metafora rappresenta il modello proposto per la Repubblica in termini di tecnica normativa: una cornice giuridica solida, dai confini certi, ben individuati e non alterabili; all'interno del recinto, rappresentato dalle norme di settore, gli operatori possono muoversi in maniera fluida, ma non in assenza totale di regole nei loro movimenti. All'interno del *framework* legislativo vi è l'Istituto per l'Innovazione che, con i suoi poteri regolamentari, condiziona, indirizza e corregge, dove necessario, le dinamiche degli operatori che si trovano all'interno.

Fondamentale per il successo di questo modello regolamentare è il ruolo dell'Istituto, che dovrà mantenere un costante dialogo con il mercato per determinare la crescita esponenziale del settore innovazione in Repubblica.

Infine, per quanto riguarda la formulazione stessa delle norme, l'impostazione che è stata scelta per la Repubblica di San Marino, oltre ad avere il merito di essere estremamente chiara e comprensibile, si distingue rispetto agli approcci sopra citati per il fatto di affrontare la disciplina della tecnologia blockchain con un'attenzione mirata alle singole applicazioni, prevedendo regole diverse a seconda della tipologia di *token* trattata. Si è ritenuto infatti più corretto disciplinare non tanto lo sviluppo della tecnologia stessa che, per definizione, non può essere soggetta a limitazioni o regolamentazioni di sorta, bensì l'utilizzo della stessa e le dinamiche economiche che si verificano, a seconda di come blockchain viene impiegata.

6

Token di utilizzo e token di investimento.

In particolare, oggetto della normativa sono le due principali tipologie di token, individuate in base all'asset sottostante:

- c) token di investimento;
- d) token di utilizzo.

REPUBBLICA DI SAN MARINO

Contrada del Collegio, 38 - 47890 San Marino
info.industria@gov.sm - www.industria.sm

T +378 (0549) 885272
F +378 (0549) 882529



SEGRETERIA DI STATO
INDUSTRIA ARTIGIANATO
COMMERCIO E LAVORO

La distinzione principale tra i due token risiede nel fatto che i token di investimento (nel lessico comunemente adottato "security token") sono asset digitali che rappresentano uno strumento sottostante che può essere:

- e) Azioni dell'emittente;
- f) Strumenti finanziari partecipativi dell'emittente;
- g) Titoli di debito dell'emittente.

Diversamente, i token di utilizzo (nel lessico comunemente adottato "utility token") altro non sono che *voucher* per l'acquisto di beni o servizi offerti dall'Ente che li emette.

Rispetto alle definizioni adottate, si è deciso di ricalcare il linguaggio più comunemente seguito, sebbene non vi sia ancora una definizione che possa dirsi universalmente riconosciuta a livello internazionale.

Si è scelto altresì, di prevedere definizioni non eccessivamente dettagliate, ma allo stesso tempo sufficientemente chiare per consentire all'operatore di comprendere le regole enunciate e non creare pericolosi margini di interpretazione.

7

Una scelta in negativo, invece, è stata adottata per le c.d. **criptovalute** (o token di pagamento o *payment token*), che volutamente non sono state disciplinate, dal momento che ad oggi rappresentano una fetta residuale del mercato di riferimento.

Inoltre, comporterebbero uno sforzo normativo sproporzionato rispetto ai vantaggi conseguenti, dal momento che questa tipologia di token non può prescindere dalle regole del mercato monetario e dei servizi di pagamento.

Se, dunque, per il momento non sono state prese in considerazione le ITO di *payment token*, tuttavia nel caso in cui si venisse a creare effettivamente un mercato di *payment token* sarà opportuno per San Marino procedere all'implementazione di una normativa al riguardo.

Regole per l'offerta iniziale di token.

REPUBBLICA DI SAN MARINO

Contrada del Collegio, 38 - 47890 San Marino
info.industria@gov.sm - www.industria.sm

T +378 (0549) 885272
F +378 (0549) 882529



**SEGRETERIA DI STATO
INDUSTRIA ARTIGIANATO
COMMERCIO E LAVORO**

L'offerta iniziale di token rappresenta il momento in cui l'Ente Blockchain¹ emette gli strumenti digitali (token di investimento o token di utilizzo), consentendo agli utenti di acquistarli in base alle specifiche regole previste per le singole tipologie di token.

Accanto a regole dettagliate e calibrate sulle caratteristiche dei due diversi token, è stato previsto un corpo di regole comuni di offerta, applicabili a entrambi.

Il trattamento differenziato è in linea con l'approccio sinora seguito dai Paesi che sono oggi ritenuti i più avanzati in termini di regolamentazione del mercato in oggetto. Un esempio è la Francia che, in linea alle previsioni Europee, ha qualificato giuridicamente i token in modo diverso a seconda delle loro caratteristiche specifiche. Adottare definizioni e qualifiche diverse per le tipologie di token previste dalla legge significa necessariamente prevedere regole di offerta diverse. Allo stesso tempo, la proposta normativa di San Marino unifica alcuni aspetti per creare un quadro di regole unitario, per quanto riguarda gli aspetti comuni alle due tipologie di token regolamentate.

Una parentesi sull'istituto del trust.

Una peculiarità della proposta sammarinese, che la distingue rispetto a tutte le altre esistenti, è l'utilizzo dell'istituto del trust come veicolo per la gestione dell'attività di emissione dei token.

8

In particolare, gli Enti Blockchain, in aggiunta o in alternativa alla scelta di costituire una società di diritto sammarinese, possono optare per l'Istituzione di un apposito trust il quale ha la funzione specifica di:

- h) gestire in maniera unitaria e accentrata l'emissione di token (di utilizzo o di investimento);
- i) gestire in maniera unitaria e accentrata i rapporti con gli investitori ponendosi, tuttavia, come unico interlocutore nei confronti del soggetto emittente.

Si è ritenuto che una scelta di questo tipo potesse essere vantaggiosa per una serie di motivi:

- 1.** Il trust consente una gestione patrimoniale puntuale, nel rispetto dell'atto istitutivo, che è un elemento di garanzia rispetto alle esigenze di trasparenza che queste attività richiedono;

¹ i soggetti giuridici che abbiano ottenuto specifico riconoscimento da parte dell'Istituto per l'Innovazione della Repubblica di San Marino. Gli Enti Blockchain saranno poi iscritti a un apposito Registro tenuto dall'Istituto stesso.



**SEGRETERIA DI STATO
INDUSTRIA ARTIGIANATO
COMMERCIO E LAVORO**

2. Il trust sammarinese è particolarmente apprezzato nel mondo: le leggi che lo regolano sono di semplice applicazione e avvicinano la Repubblica di San Marino alla cultura giuridica anglosassone: anche dal punto di vista del linguaggio è uno strumento più comprensibile rispetto ad altri istituti;
3. Tramite il ricorso all'istituto del trust si rafforza inoltre la tutela degli investitori, dal momento che la gestione dell'emissione dei token e la gestione dei rapporti con gli investitori dovrà avvenire in maniera del tutto separata rispetto all'attività del soggetto emittente. Questo meccanismo facilita anche l'attività di monitoraggio sull'emittente, dovendo semplicemente verificare il rispetto della normativa da parte del trustee, in attuazione anche di quanto previsto nell'atto istitutivo del trust stesso.

Regole di offerta comuni alle due tipologie di token.

Le regole di offerta comuni, previste per entrambe le tipologie di token, si articolano su due principali direttrici:

- 1) Obbligo di *disclosure* di una serie di informazioni rilevanti da parte dell'Ente Blockchain;
- 2) Potere dell'Istituto per l'Innovazione della Repubblica di San Marino S.p.A. di condizionare l'offerta a una serie di misure rafforzate a tutela dell'utente e del mercato.

Per quanto riguarda il punto 1), l'obbligo di *disclosure* consiste nella predisposizione, da parte dell'Ente Blockchain, di un *Whitepaper*, ossia un documento contenente una serie di informazioni pertinenti all'operazione riguardante sia l'emittente stesso sia i token oggetto dell'offerta, la Blockchain su cui sono stati creati e gli elementi essenziali della stessa. Per rendere più semplice e oggettiva la redazione del *Whitepaper* da parte dell'Ente Blockchain è stato predisposto un allegato (Allegato 2) nel quale vengono dettagliati tutti gli elementi che devono essere oggetto di *disclosure*. L'obiettivo è quello di consentire l'operatività solo ed esclusivamente a quei soggetti che siano in grado di fornire sufficienti informazioni in merito. La responsabilità della veridicità dei dati e delle informazioni contenute nel *Whitepaper* rimane in capo esclusivamente all'Ente Blockchain, il quale pertanto si assume tutti i rischi di una comunicazione mendace.

In particolare, è sancita espressamente la responsabilità dell'Ente Blockchain emittente in caso di danni subiti da soggetti investitori/utenti come conseguenza della falsità delle dichiarazioni rilasciate nel



**SEGRETERIA DI STATO
INDUSTRIA ARTIGIANATO
COMMERCIO E LAVORO**

Whitepaper e, in generale, in tutti i casi in cui la normativa preveda obblighi dichiarativi/informativi da parte del medesimo.

Accanto al *Whitepaper*, che è lo strumento informativo a carattere meramente tecnico, è prevista altresì una nota di sintesi, che gli Enti Blockchain hanno l'obbligo di redigere. Tale nota di sintesi deve contenere tutte le informazioni-chiave del *Whitepaper*, ma scritte in un linguaggio non tecnico.

Nel loro complesso, il *Whitepaper* e la nota di sintesi devono fornire tutte le informazioni adeguate affinché l'investitore/utente possa comprendere le caratteristiche fondamentali dei token oggetto dell'offerta. Nello specifico, l'investitore/utente deve essere messo nelle condizioni di valutare in autonomia la bontà dell'offerta, sia che questa abbia ad oggetto token di investimento sia che abbia ad oggetto token di utilizzo.

L'obbligo di *disclosure* di cui al punto 1) consiste inoltre nell'obbligo in capo agli Enti Blockchain di effettuare una pubblicità relativa all'offerta di token che sia chiaramente identificabile e che rechi informazioni accurate e non ingannevoli.

Infine, tutta l'attività degli Enti Blockchain deve essere effettuata in ossequio a una serie di principi di correttezza e buona fede che impongono ai medesimi Enti di:

- condurre le attività di offerta di token con onestà e integrità;
- comunicare con gli investitori/utenti in modo corretto, chiaro e preciso;
- condurre l'attività di offerta di token con competenza, prudenza e diligenza.

Per quanto riguarda invece il punto 2), ossia il potere dell'Istituto per l'Innovazione della Repubblica di San Marino S.p.A. di condizionare l'offerta a una serie di misure rafforzate a tutela dell'utente e del mercato, è stato previsto che in determinati casi l'Istituto possa richiedere un'integrazione delle informazioni fornite dall'Ente Blockchain, al fine di preservare la trasparenza e la credibilità del sistema.

In tal caso, proprio in virtù delle finalità per cui questi poteri sono stati previsti, l'Istituto può arrivare anche a proibire o a sospendere l'offerta (o la relativa pubblicità) in caso di violazione delle disposizioni di legge. L'inibizione a operare in Repubblica non è l'unica sanzione: a tal proposito l'Istituto dovrà individuare con proprio regolamento le sanzioni pecuniarie da comminare agli Enti Blockchain che abbiano commesso violazioni, in ossequio al principio di proporzionalità tra danno e sanzione stessa.

REPUBBLICA DI SAN MARINO

Contrada del Collegio, 38 - 47890 San Marino
info.industria@gov.sm - www.industria.sm

T +378 (0549) 885272
F +378 (0549) 882529



SEGRETERIA DI STATO
INDUSTRIA ARTIGIANATO
COMMERCIO E LAVORO

Regole di offerta specifiche per le singole tipologie di token.

La differenza tra le due tipologie di token (di investimento e di utilizzo), si riflette sulla disciplina cui soggiacciono.

In via generale può dirsi che un livello più alto di tutela è stato adottato per quanto riguarda le regole che presidiano l'offerta di token di investimento, dal momento che questi rappresentano azioni, strumenti partecipativi e titoli di debito della società emittente e in coerenza all'approccio di altri Paesi, ma soprattutto, alle indicazioni delle autorità europee, sono assimilati agli strumenti finanziari comunemente intesi (non a caso questo tipo di token è indicato comunemente con il termine di "security token").

Questa peculiarità dei security token, si riflette sul trattamento degli stessi, a seconda che siano offerti al pubblico o meno.

Nel primo caso, trattandosi di un'offerta aperta al mercato, sarà necessario, in aggiunta agli obblighi di *disclosure* sopra descritti - presentare un vero e proprio prospetto informativo (in linea con le previsioni della LISF e della Direttiva Europea "Prospetti"²) all'Istituto per l'Innovazione della Repubblica di San Marino S.p.A.

La finalità di questo obbligo aggiuntivo è quella di consentire la libera circolazione di questa particolare tipologia di token all'interno del mercato europeo e di quello internazionale.

Più snella invece, l'offerta non al pubblico.

Si tratta di un'offerta avente le seguenti caratteristiche:

- l) è limitata ad una pletera ristretta di investitori (max 150);
- m) ha un importo ridotto (max 8 milioni euro);
- n) è destinata a investitori qualificati;
- o) ha ad oggetto *token* con taglio unitario almeno pari a 100.000 euro.

Stanti gli evidenti minori rischi per il mercato e per gli investitori/utenti, in questo caso l'obbligo di *disclosure* viene attenuato prevedendo per gli Enti Blockchain che effettuino un'offerta di token di investimento non al pubblico la presentazione esclusivamente del *Whitepaper* (dunque escludendo il

² Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003.



**SEGRETERIA DI STATO
INDUSTRIA ARTIGIANATO
COMMERCIO E LAVORO**

Prospetto informativo) il quale dovrà contenere però una serie di elementi aggiuntivi rispetto al *Whitepaper* per l'emissione di token di utilizzo.

Questi ultimi, infatti, hanno un regime di autorizzazione più snello, in quanto hanno la mera funzione di consentire l'accesso a beni e servizi e presentano, quindi, un livello di rischio inferiore per l'investitore/utente.

Come si evince da quanto appena descritto, la normativa sammarinese si caratterizza per essere estremamente equilibrata, prevedendo regole calibrate sul tipo di operazione che gli operatori pongono in essere.

La distinzione operata ha il merito di essere proporzionata ai rischi che ogni tipologia di operazione porta con sé, in relazione a una serie di elementi oggettivi e soggettivi (distinzione tra investitori qualificati e non): questo approccio misurato non scoraggerà gli operatori che avranno la certezza di muoversi in un quadro normativo certo e comprensibile, grazie all'adozione di standard europei.

Trattamento fiscale e contabile: la leva fiscale come strumento attrattivo del sistema Paese

12

Anche la disciplina fiscale e contabile proposta per San Marino si pone in netto vantaggio rispetto ai Paesi che, a oggi, sono considerati come le migliori giurisdizioni in cui effettuare offerte di token e nelle quali si registrano il maggior numero di operatori blockchain.

In particolare, la scelta che è stata fatta è quella di ricorrere a un meccanismo di assimilazione, sotto il profilo sia fiscale sia contabile; in particolare:

- i token di utilizzo sono assimilati alle valute estere;
- i token di investimento sono assimilati ad azioni dell'emittente, a strumenti finanziari partecipativi dell'emittente o a titoli di debito dell'emittente a seconda dello strumento sottostante.

Questo approccio consente di ovviare a un problema che altre giurisdizioni hanno riscontrato ma non hanno saputo risolvere. Ad esempio la Svizzera non ha regole predeterminate e certe rispetto al trattamento fiscale e contabile dei token. Al contrario, ha optato per un approccio empirico (a discapito



**SEGRETERIA DI STATO
INDUSTRIA ARTIGIANATO
COMMERCIO E LAVORO**

della certezza del diritto per gli operatori), stabilendo che ogni emissione di token debba essere valutata singolarmente, a causa di una mancanza di classificazione uniforme dei token³.

Consentendo all'operatore di conoscere esattamente il regime di tassazione cui sarà soggetto, senza margini di interpretazione, verrà garantita l'attrattività del sistema.

In aggiunta agli elementi che conferiscono certezza alle regole di tassazione, è stata prevista un'esenzione fiscale ai fini IGR per quanto riguarda i redditi realizzati attraverso operazioni effettuate con i token disciplinati nel decreto. Questa impostazione pone la Repubblica di San Marino in netto vantaggio rispetto ad altre giurisdizioni: la scelta di applicare importati incentivi fiscali, anche in termini di defiscalizzazione totale, è stata adottata anche da altri Paesi, ma con specifico riguardo alle criptovalute. Al contrario, nessuna misura incentivante è stata prevista per le altre tipologie di token⁴. Diversamente, per San Marino si è individuato un mercato di riferimento diverso, più strutturato e più sicuro in termini di trasparenza: quello dei token di investimento e di utilizzo, come già illustrato sopra. Questo ultimo elemento - ossia il trattamento fiscale - ci consentirà di attrarre investitori, ma non di aprire il mercato indiscriminatamente: a monte vi è un vaglio molto rigido in termini di qualità dei capitali che verranno portati in Repubblica grazie alle previsioni in materia di adeguata verifica e presidi anti-riciclaggio.

13

Rispetto delle competenze di altri organismi pubblici

Si è deciso di adottare un'impostazione rispettosa delle competenze degli altri organismi pubblici dell'ordinamento sammarinese, evidenziando che il ruolo di San Marino Innovation in materia di applicazioni della tecnologia blockchain non si sovrappone a funzioni specifiche per quanto riguarda, in particolare, quelle di vigilanza della Banca Centrale nonché quelle in materia di contrasto al riciclaggio dell'Agenzia di Informazione Finanziaria (AIF).

Per quanto riguarda la Banca Centrale, è stato richiamato il suo ruolo in materia di valutazione e approvazione del prospetto informativo (articolo 9 comma 4), la cui disciplina è stata estesa ai token di investimento in caso di offerta al pubblico, per ragioni di tutela degli investitori. Inoltre sono state

³ FINMA Regulatory Guidelines, 16.02.2018.

⁴ Ad esempio in Liechtenstein il regime di tassazione prevede che le plusvalenze sui *digital currency* (criptovalute) sia esente dall'imposta sul reddito. Le altre tipologie di *token* vengono tassate a seconda della loro natura.



**SEGRETERIA DI STATO
INDUSTRIA ARTIGIANATO
COMMERCIO E LAVORO**

mantenute le funzioni in capo alla medesima Banca Centrale in materia di Trust, per quanto riguarda l'esercizio dell'ufficio di Trustee Professionale e le modalità di esibizione del Libro degli Eventi alla stessa Banca Centrale, in base alla disciplina a oggi vigente in Repubblica e in base ai Regolamenti di BCSM in materia (in particolare Regolamento 2010/01 e Regolamento 2011/06).

Per quanto riguarda le competenze in materia di antiriciclaggio, trattandosi di una disciplina più pervasiva ed eterogenea, si è optato per un rinvio formale alla normativa sammarinese (articolo 12).

L'impostazione di cui al presente punto è finalizzata a creare un intenso livello di cooperazione nell'ecosistema sammarinese, fra tutti i soggetti che rivestono ruoli e svolgono funzioni specifiche, di natura trasversale rispetto alla materia di cui al presente decreto, ma non per questo meno importante per il buon funzionamento della normativa in oggetto. Al contrario, un coordinamento e un approccio sincronico di tutti gli organismi pubblici è oggi più che mai fondamentale per garantire la trasparenza del sistema e, di conseguenza, la sua attrattività.

Il Segretario di Stato

Andrea Zafferani

The image shows the official seal of the Secretariat of State, Industry, Artisanry, Commerce and Labor of San Marino. The seal is circular and contains the coat of arms of San Marino. Overlaid on the seal is a handwritten signature in blue ink, which appears to be 'Andrea Zafferani'.