

Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività

Consob, documento per la discussione – risposte ANASF

1. Cripto-attività, proposta di definizione

Q1: Si condivide la definizione di “cripto-attività” delineata? Riesce la definizione a catturare le specificità rilevanti della cripto-attività?

Riteniamo che, rispetto alla definizione proposta, permangano margini di incertezza dovuti alla difficoltà di distinguere, da un lato, le cripto-attività qualificabili come strumenti e/o prodotti finanziari (assoggettabili alle discipline di settore di derivazione europea - MiFID, KID PRIIPs, IDD) e, dall’altro, le cripto-attività che non rientrano in tali categorie e che andrebbero pertanto sottoposte a una disciplina ad hoc onde evitare situazioni di vuoto normativo. Stante la potenziale natura “ibrida”, dal punto di vista giuridico, delle cripto-attività si segnala altresì la necessità di uno stretto coordinamento tra tutte le autorità di regolazione e di vigilanza coinvolte, sia a livello europeo che nazionale.

Per realizzare pienamente l’obiettivo ultimo di tutelare l’investitore, sarebbe opportuno ricomprendere nella definizione tutte le tipologie di cripto-attività aventi una componente di investimento. Si tratterebbe, cioè, di ricomprendervi anche quelle cripto-attività che, pur non essendo ricollegabili a progetti imprenditoriali (è il caso ad esempio dei cripto-asset “puramente speculativi”), hanno comunque natura *lato sensu* “finanziaria”. In tal modo si garantirebbe una parità di trattamento tra le attività distributive di prodotti finanziari “tradizionali” e le cripto-attività che, come tali, si rivolgono al pubblico risparmio e devono pertanto essere sottoposte a norme di tutela equivalenti e pertanto vigilate.

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?

Come illustrato nella risposta precedente, l’obiettivo di tutela degli l’investitori richiederebbe di non limitare l’intervento dell’Autorità alle sole cripto-valute ricollegabili a progetti imprenditoriali, ma di estendere lo stesso a tutte i cripto-asset aventi natura finanziaria.

In relazione al secondo aspetto, si condivide l’impostazione (v. Banca d’Italia, *Aspetti economici e regolamentari delle «cripto-attività»*, marzo 2019) che distingue il tema delle “cripto-attività” da quello della tecnologia sottostante (la *distributed ledger technology* – DLT). La *blockchain* è un’evoluzione tecnologica che presenta rilevanti potenzialità nell’agevolare l’efficientamento dei processi industriali su scala globale ma che al tempo stesso va correttamente presidiata (cfr. risposta Q13).

Q3: Riesce la definizione a escludere con chiarezza le fattispecie non idonee a costituire oggetto di trattazione secondo l'approccio delineato (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)?

Come argomentato nella Q1, rispetto alla definizione proposta permarrebbero margini di incertezza nella definizione delle differenti tipologie di cripto-attività. Le istituzioni dovrebbero pertanto pensare a una "evoluzione sistemica" sicché le stesse Autorità, specialmente a livello europeo, dovrebbero fornire le indicazioni necessarie per delimitare il fenomeno e distinguere le diverse fattispecie all'interno dello stesso.

Q4: La disciplina vigente per strumenti e prodotti finanziari prevede regole all'ingresso per graduare i diversi presidi di tutela degli investitori; si condivide la previsione di una disciplina delle cripto-attività regolate che invece non contempla, ad es., soglie di valore per esenzioni (emissioni sotto soglia) oppure maggiori presidi (per le emissioni sopra soglia)?

Nell'attuale fase in cui il fenomeno delle cripto-attività è ancora "in divenire" si condivide la previsione di una disciplina onnicomprensiva e perciò senza esenzioni, indipendentemente cioè dal numero di soggetti destinatari di una ICO e/o dall'importo dell'operazione. In tal modo si darebbe compiuta attuazione all'obiettivo summenzionato di tutela degli investitori.

2. Piattaforme per le offerte di cripto-attività (nuove emissioni)

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.

Allo stato attuale le piattaforme di crowdfunding sono, per affinità operativa, quelle che maggiormente si prestano a promuovere le nuove emissioni di cripto-attività purché vi siano una netta separazione tra i due ambiti e presidi/requisiti aggiuntivi definiti da parte dell'Autorità.

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)?

Nell'attuale fase in cui il fenomeno è ancora "in divenire" si ritiene opportuno limitare lo svolgimento dell'attività di gestione di piattaforme per le offerte di cripto-attività ai soli gestori di portali per le offerte di crowdfunding autorizzati dalla Consob. Una volta compiutamente regolate le attività aventi a oggetto i cripto-asset, si potrà poi valutare l'estensione di tale possibilità anche ad altri soggetti.

3. Regime di *opt-in*

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 del regime di *opt-in*?

Come illustrato nella risposta alla Q1, l’obiettivo di tutela completa degli investitori rende opportuno ricomprendere tutte le tipologie di cripto-attività aventi una componente di investimento in una disciplina ad hoc, collegata ed ottemperante alle previsioni delle direttive europee vigenti, predefinita e applicabile a tutti i soggetti, anche nell’ambito di uno stretto coordinamento tra tutte le autorità di regolazione e di vigilanza.

4. 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*?

La definizione può ritenersi idonea in quanto, nel presentare analogie con la nozione di sistema multilaterale di negoziazione di cui al Testo Unico della Finanza, facilita l’applicazione dei presidi di tutela dell’investitore secondo quanto illustrato nelle risposte precedenti.

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?

Una volta definiti, secondo quanto suesposto, i “confini” del fenomeno e le linee di demarcazione tra le sue varie fattispecie, si ritiene che i requisiti sopra individuati rappresentino presidi utili a ridurre i rischi, stante la necessità di garantire parità di trattamento, anche sui mercati secondari, tra le attività di investimento “tradizionali” e quelle legate ai cripto-asset.

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, 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?

V. risposta precedente.

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?

Come segnalato da Banca d’Italia (*Aspetti economici e regolamentari delle «cripto-attività»*, marzo 2019) pre-condizioni per l’utilizzo della *blockchain* nel sistema bancario e finanziario e nel sistema dei pagamenti sono la robustezza tecnologica e di governance, l’interoperabilità, la scalabilità, la controllabilità da parte del gestore e, ove necessario, del regolatore. Tali

caratteristiche sono pertanto necessarie per prevenire i rischi, individuati dalla stessa Autorità, relativi alla mancata individuazione di soggetti responsabili e alla creazione di un sistema monetario e finanziario che sarebbe altrimenti difficilmente controllabile, parallelo a quello tradizionale, suscettibile di favorire attività illegali e di presentare criticità sotto il profilo della tutela dei dati personali.

Q14: Si condivide la scelta di un meccanismo di “*opt-in*” per l’iscrizione nel registro dei sistemi di scambi di cripto-attività, che sarebbe tenuto dalla Consob?

Anche nel contesto del mercato secondario si ritiene applicabile il medesimo ragionamento presentato in relazione alle emissioni di cripto-attività: l’obiettivo di tutela completa degli investitori rende opportuno ricomprendere tutti i sistemi di scambio di cripto-attività nell’ambito di una disciplina ad hoc, predefinita e applicabile a tutti i soggetti, anche nel contesto di uno stretto coordinamento tra tutte le autorità di regolazione e di vigilanza. Al riguardo si ritiene che l’Autorità di settore debba disporre di idonei poteri onde supervisionare le iniziative e le piattaforme di scambio che potrebbero operare nel territorio della Repubblica senza esservi abilitati.

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?

Sì, si condivide l’ipotesi di un regime transitorio, ad esempio di 18 mesi, al fine di coniugare gli obiettivi della continuità operativa e della tutela degli investitori.