

Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività

Documento per la Discussione

19 marzo 2019

Le osservazioni al presente documento dovranno pervenire entro il **19 maggio 2019** *on-line* per il tramite del [SIPE – Sistema Integrato per l’Esterno](#),

oppure, al seguente indirizzo:

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

I commenti pervenuti saranno resi pubblici al termine della consultazione, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della *e-mail*, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati.

PREMESSA

Il presente documento si pone l'obiettivo di avviare un dibattito a livello nazionale sul tema delle offerte iniziali e degli scambi di cripto-attività, come di seguito illustrato in maggiore dettaglio, in connessione con la recente diffusione di operazioni cosiddette di *initial coin offerings* (ICOs) e, quindi, di *crypto-asset* nei quali investono i risparmiatori italiani. In attesa della definizione in ambito europeo di un condiviso orientamento circa la qualificazione giuridica dei *crypto-asset* e, in particolare, in merito alla loro riconduzione al novero dei valori mobiliari, la Consob è sensibile al tema in quanto autorità deputata alla tutela degli investitori, conformemente alle attribuzioni e ai poteri che le sono conferiti dalla legge.

Il documento è rivolto alle seguenti categorie di soggetti potenzialmente interessati: risparmiatori, soggetti che emettono *crypto-asset* (cripto-attività), soggetti che intendano promuovere offerte di cripto-attività che abbiano come *target market* i risparmiatori italiani o che abbiano comunque lo scopo di promuovere prodotti/servizi collegati alle cripto-attività, soggetti che negoziano cripto-attività, soggetti che custodiscono cripto-attività, intermediari finanziari professionali, gestori di sedi di negoziazione, gestori di portali di *crowdfunding*, associazioni di categoria del settore finanziario, autorità, consumatori e associazioni di categoria degli stessi, studi professionali, esponenti del mondo accademico.

Il presente documento è strutturato come segue: nel paragrafo 1 viene fornita una sintetica rappresentazione del fenomeno di diffusione delle ICOs e dei connessi aspetti di interesse per la Consob; nel paragrafo 2 viene condotto un primo esercizio di definizione degli elementi costitutivi del fenomeno in esame; nel paragrafo 3 viene delineato un approccio regolatorio rispetto alle offerte di cripto-attività di nuova emissione; in ultimo, nel paragrafo 4 viene delineato un approccio regolatorio con riguardo alla fase della successiva negoziazione delle cripto-attività oggetto di preventiva emissione e diffusione al pubblico.

La Consob è interessata a ricevere commenti e proposte sugli argomenti trattati - con particolare riguardo all'esercizio definitorio e alle ipotesi formulate su di un possibile approccio regolatorio *ad hoc* - nell'ambito di un *Public Hearing* che si terrà in data e luogo che saranno oggetto di un'apposta comunicazione, la cui pubblicazione sul sito istituzionale farà seguito alla pubblicazione del presente documento.

1. BREVE DESCRIZIONE DEL FENOMENO

Il fenomeno di rapida evoluzione e diffusione delle *Initial Coin Offering* (ICO) interessa e rileva, ai fini istituzionali demandati alla Consob, in quanto sia le offerte primarie di cripto-attività (o *token*) sia le cripto-attività stesse possono presentare significativi elementi di similitudine con le offerte pubbliche di strumenti/prodotti finanziari. Si aggiunge che anche la rappresentazione dei rapporti giuridici in un "*token*" (c.d. "tokenizzazione") presenta profili di analogia con il meccanismo di "creazione" di *securities*, ovvero l'incorporazione dei diritti del sottoscrittore in un certificato, che costituisce titolo di legittimazione per il loro esercizio ma anche uno strumento per la più agevole trasferibilità dei medesimi. I *token* sono infatti di norma destinati a circolare in luoghi di scambio (*exchange*), in altri termini "mercati secondari" in cui i sottoscrittori iniziali possono disinvestire, così come realizzare eventuali minus/plus-valenze (in *token*), non sempre e soltanto legate agli

andamenti dell'iniziativa imprenditoriale finanziata, ma anche al meccanismo della domanda e dell'offerta sul circuito di scambio.

La finalità nella gran parte delle ICO¹ è rappresentata dall'esigenza di raccogliere fondi per il finanziamento di un'attività/un progetto. I veicoli che emettono i *token* possono essere società, persone fisiche o *networks* di sviluppatori di prodotti. Molto frequentemente l'attività di impresa è in fase di mera progettualità (*start-up* più o meno organizzate) e l'inizio della produzione di beni/prestazione di servizi è programmata dopo la conclusione della raccolta di fondi.

Una *Initial Coin Offering* condivide con una *Initial Public Offering* l'elemento di essere destinata ad un pubblico di investitori dal numero potenzialmente indeterminato, nonché per essere connotata da una serie di attività volte alla promozione/pubblicità dell'operazione. Le ICOs si caratterizzano, rispetto a quanto tradizionalmente avviene per le offerte di strumenti finanziari, per:

- l'utilizzo della tecnologia *blockchain*, che permette di disintermediare le infrastrutture tipiche dei mercati dei capitali (es. banca depositaria, consorzio di collocamento, mercati secondari);
- lo strumento per il regolamento dei flussi finanziari, in quanto il pagamento dei *token* generalmente avviene con valute virtuali (es. Ethereum, Bitcoin) in luogo di moneta avente corso legale;
- la pubblicità e promozione tramite *world wide web*, che consente l'utilizzo della rete per dare luogo sia a forme di promozione che di raccolta su base transfrontaliera, senza alcun vincolo territoriale né per quanto attiene alla figura dell'emittente né per quella del promotore;
- la pubblicazione di un c.d. *white-paper* in luogo di un prospetto, nel quale vengono riportate le principali caratteristiche dell'operazione e dell'oggetto dell'offerta.

Vi sono tipologie di *token* che, per le peculiari caratteristiche, integrano la fattispecie degli strumenti finanziari o dei prodotti finanziari (*investment-token* o *security-like-token*). Altri *token* presentano un *mix* variabile di caratteristiche, tanto da venire definiti *hybrid-token*, e sono quelli di più difficile trattazione e inquadramento rispetto alle vigenti discipline. In particolare, tale ultimo insieme di *token* può presentare un apprezzabile contenuto di tipo finanziario oltre a essere collocati a investitori *retail* con offerte pubbliche.

In ragione del quadro sopra delineato, si ritiene opportuno avviare una riflessione sui temi e sugli approcci di seguito illustrati, in considerazione:

- delle iniziative allo studio da parte dell'industria volte al finanziamento di attività imprenditoriali mediante ricorso a forme di appello al pubblico risparmio, strutturate come ICO con l'emissione di *token* a fronte di pagamenti in cripto-valute, destinati alla successiva circolazione in *exchange* sia nel territorio italiano che al di fuori;
- delle iniziative di alcuni operatori di mercato (c.d. *incumbent*) che hanno allo studio forme di diversificazione della propria attività, che prevedono l'apertura di circuiti di scambio di *token*;

¹ Mentre il termine *initial coin offering* è stato inizialmente attribuito alle emissioni di cripto-valute (es. Bitcoin, Ethereum), ad oggi esso è utilizzato per identificare qualsiasi offerta di *token*, non necessariamente costituenti una cripto-valuta ma incorporanti diritti vari, che possono essere acquisiti dietro corrispettivo sia di valuta a corso legale sia di cripto-valuta.

- del fatto che sempre più frequentemente le ICOs si rivolgono al pubblico *retail*, ma non sempre i *token* emessi sono assimilabili a strumenti o prodotti finanziari e quindi soggetti alla relativa disciplina di tutela degli investitori.

Le iniziative a livello europeo

Il presente documento tiene conto delle recenti iniziative intraprese sia a livello europeo che dei Paesi membri in materia di ICO.

A livello europeo l'ESMA ha elaborato un *advice* (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf) per la Commissione europea riguardante in particolare le problematiche di applicazione della disciplina sui servizi di investimento per i *token* qualificabili come strumenti finanziari. Il documento affronta in forma sintetica anche il tema dei *token* che non si qualificano come strumenti finanziari, raccomandando una regolamentazione *ad hoc* senza, tuttavia, proporre univoche scelte normative.

A livello di singoli paesi membri vale ricordare per significatività le iniziative di Francia, Regno Unito e Malta.

In Francia, tenuto conto della specifica disciplina per i prodotti, diversi dagli strumenti finanziari MiFID (denominati “*biens divers*”) introdotta nel 2014, l'AMF ha pubblicato con specifico riferimento alle ICOs, il 26 ottobre 2017 un *discussion paper* (https://www.amf-france.org/en_US/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-2017?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F5097c770-e3f7-40bb-81ce-db2c95e7bdae) e successivamente, il 22 febbraio 2018, un documento di sintesi delle risposte pervenute ad esito della consultazione del mercato (https://www.amf-france.org/en_US/Publications/Consultations-publiques/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2Fa9e0ae85-f015-4beb-92d2-ece78819d4da). Nel suddetto documento, l'Autorità francese ha individuato un approccio regolamentare basato su uno schema di autorizzazione opzionale. Questa ipotesi prevede che i promotori dell'ICO possano: i) decidere di richiedere l'autorizzazione all'AMF che rilascerà il visto o, al contrario, ii) non richiedere autorizzazione all'AMF. In tale prospettiva offerte formalmente non autorizzate non sarebbero vietate, ma dovrebbero, se presentate in Francia, contenere necessariamente un avvertimento che indichi chiaramente l'assenza di visto della AMF.

La task force congiunta fra HM Treasury, Financial Conduct Authority (FCA) e Bank of England, costituita nel Regno Unito in materia di *crypto-asset*, ha elaborato ad ottobre 2018 un rapporto nel quale, dopo avere esaminato i rischi e i potenziali benefici dei *crypto-asset* e dell'uso di tecnologia *distributed ledger*, ha esposto il piano di azione dell'Autorità. A seguito di tale documento, il 23 gennaio 2019, FCA ha avviato una consultazione pubblica (che si chiuderà il prossimo 5 aprile) sulla *Guidance on Cryptoassets* (<https://www.fca.org.uk/publications/consultation-papers/cp19-3-guidance-cryptoassets>) con l'obiettivo di chiarire agli operatori di mercato in quale regolamentazione ricadono le diverse tipologie di *crypto-asset*.

Il 4 luglio 2018 il Parlamento maltese ha approvato la nuova legge “*AN ACT to regulate the field of Initial Virtual Financial Asset Offerings and Virtual Financial Assets and to make provision for matters ancillary or incidental thereto or connected therewith*”

(<http://www.justiceservices.gov.mt/DownloadDocument.aspx?app=lp&itemid=29079&l=1>). In sintesi il nuovo framework legale maltese prevede che gli operatori effettuino un test per verificare: 1) se i *token* siano “*virtual token*”, ai quali non si applica alcuna regolamentazione del mercato finanziario; 2) ove diversi dalla citata categoria 1), se i *token* rientrino nei *financial instrument* ex-MiFID ai quali si applicherebbe la disciplina UE; 3) ove diversi dalle prime due categorie, se i *token* possano essere considerati *virtual financial asset* ai quali si applicherebbe una nuova e specifica disciplina in termini di offerta (Prospetto), Market Abuse e servizi di investimento. Secondo la ricostruzione effettuata dall’Autorità maltese (MFSA), talune tipologie di offerte sarebbero suscettibili di rientrare nel perimetro delle vigenti normative sui servizi finanziari, e in particolare della legge sui servizi di investimento (ISA); tuttavia, numerose altre offerte, in quanto non rientranti nel *framework* normativo esistente, risulterebbero prive di regolamentazione.

2. ASPETTI DEFINITORI

Gli aspetti definitivi idonei a tipizzare le cripto-attività diverse da strumenti finanziari, quale autonoma categoria, rappresentano un elemento importante nel delineare un approccio regolatorio in materia; ciò al fine di dare certezza ai relativi destinatari e neutralizzare un eventuale obiettivo elusivo che potrebbe essere sotteso all’attività di ingegnerizzazione di quei *token* che si differenziano dagli strumenti finanziari ma che, al tempo stesso, potrebbero presentare elementi eventualmente suscettibili di integrare la nozione domestica di prodotto finanziario, inteso quale investimento di natura finanziaria diverso dagli strumenti.

Preme rammentare, in via preliminare, che attraverso la propria attività di vigilanza la Consob ha contribuito a circoscrivere la nozione domestica di prodotto finanziario. La Consob ha chiarito, con propri pronunciamenti (in forma di pubblicazione di risposte a quesiti e provvedimenti di sospensione, divieto e sanzionatori), che gli investimenti di natura finanziaria ricompresi nella categoria dei prodotti finanziari sono le proposte di investimento che implicino la compresenza dei tre seguenti elementi: (i) impiego di capitale, (ii) promessa/aspettativa di rendimento di natura finanziaria² e, (iii) assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all’impiego di capitale.

Con il procedere dell’innovazione finanziaria, tali orientamenti sono stati nel tempo ulteriormente specificati dalla Consob, fino a consentire di enucleare i seguenti ulteriori elementi di valutazione al fine di stabilire se un’operazione presenti gli elementi distintivi di un investimento di natura finanziaria:

- a) prevalenza del connotato finanziario rispetto a quello di godere e disporre del bene acquisito con l’operazione;
- b) “*effettiva e predeterminata promessa, all’atto dell’instaurazione del rapporto contrattuale, di un rendimento collegato alla res*” tale da far ritenere che “*l’atteso incremento di valore del capitale impiegato (ed il rischio ad esso correlato) sia elemento intrinseco*”

² Da intendersi quale accrescimento della disponibilità investita, senza l’apporto di prestazioni da parte dell’investitore diverse da quella di dare una somma di denaro. Cfr. Cass. Sez. II Civ. Sent. n. 2736 del 2013 secondo cui “*La causa negoziale è finanziaria [allorquando] la ragione giustificativa del contratto, e non il suo semplice motivo interno privo di rilevanza qualificante, consiste proprio nell’investimento del capitale (il “blocco” dei risparmi) con la prospettiva dell’accrescimento delle disponibilità investite, senza l’apporto di prestazioni da parte dell’investitore diverse da quella di dare una somma di denaro*”.

all'operazione stessa", diverso dal mero apprezzamento del bene nel tempo, accedendo quindi alla causa stessa del contratto sottostante³.

Nel caso dei *token* vengono spesso prospettati “rendimenti” che non sono chiaramente ricollegabili ai “rendimenti di natura finanziaria” (requisito quest’ultimo che costituisce uno degli elementi caratterizzanti il “prodotto finanziario”; cfr. *supra*). Le ICO, in base alle caratteristiche dei *token* offerti, possono determinare negli acquirenti aspettative di rendimenti/ritorni economici rappresentati, a grandi linee, da proventi: *i*) in via diretta (rendimenti parametrati all’andamento dei ricavi, dei volumi di beni e servizi venduti o dei profitti dell’iniziativa imprenditoriale; *ii*) in via indiretta, correlati al potenziale apprezzamento del valore dei *token* negoziati in dedicati *exchange* (che può dipendere dalla positiva *performance* dell’iniziativa imprenditoriale così come dalle sole dinamiche di mercato).

Riquadro 1

In relazione a quanto sopra osservato - e chiarito che trattasi di un esercizio definitorio che viene condotto al di fuori del perimetro degli strumenti finanziari e dei prodotti di investimento (PRIIP, PRIP e IBIP), disegnato dal legislatore UE - appare ipotizzabile definire le “cripto-attività” (o *crypto-asset*) in modo di dare evidenza della natura di *registrazioni digitali rappresentative di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali*. Al fine di cogliere, in particolare, la peculiarità dell’impiego di tecnologie del tipo comunemente noto come *distributed ledger technology* o *blockchain*, le suddette registrazioni digitali dovrebbero essere *create, conservate e trasferite mediante tecnologie basate su registri distribuiti*, alle quali tuttavia occorre riconnettere la capacità di consentire *l’identificazione del titolare dei diritti* relativi agli investimenti sottostanti e incorporati nella cripto-attività o *crypto-asset*. In ultimo, 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*.

In altri termini, ferma restando la sussistenza dell’elemento dell’investimento (comune a prodotti e strumenti finanziari), i tratti distintivi della cripto-attività oggetto di esame consistono ne:

- l’impiego di tecnologie innovative, tipo *blockchain*, onde incorporare nei *token* i diritti dei soggetti che hanno investito con l’obiettivo del finanziamento del progetto imprenditoriale sottostante, e
- la destinazione alla successiva negoziazione dei *token* (*crypto-asset*), la cui trasferibilità è peraltro strettamente connessa con la tecnologia impiegata, ovvero con la sua capacità di registrare e mantenere l’evidenza della titolarità dei diritti connessi con i *crypto-asset* in circolazione.

Con particolare riguardo all’aspetto della tecnologia si ritiene opportuno valorizzare quanto già dettato dal legislatore nazionale in occasione dell’adozione del c.d. decreto Semplificazioni (decreto-legge 14 dicembre 2018, n. 135), in base a cui le “tecnologie basate su registri distribuiti”: [sono] *le tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetturealmente decentralizzato su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l’aggiornamento e l’archiviazione di dati sia in chiaro che ulteriormente protetti da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili*.

³ Cfr. Comunicazione n. DTC/13038246 del 6-5-2013.

Il pregio che la Consob attribuisce alla codificazione di una categoria *ad hoc* – distinta dai prodotti finanziari – è connesso, in primo luogo, con la possibilità di contenere l’onere di condurre (da parte sia del mercato sia dell’autorità) un’analisi *case-by-case* volta all’individuazione della sussistenza (o meno) delle caratteristiche del prodotto finanziario. Inoltre, la previsione di una disciplina speciale delle cripto-attività consente di affrontare la materia tenendo conto delle sue peculiarità, evitando quindi ai promotori dell’iniziativa (emittente/offrente/proponente) – a condizione che siano impiegate piattaforme dedicate e vigilate dalla Consob rispondenti ai requisiti di seguito tratteggiati – di essere soggetti, al ricorrere degli elementi caratterizzanti la nozione di prodotto finanziario (inteso quale investimento di natura finanziaria diverso dallo strumento finanziario), alla disciplina stabilita a livello nazionale per questi ultimi (in materia di prospetto e offerta a distanza).

Basta evidenziare come gli attuali schemi di prospetto siano predisposti per varie tipologie di strumenti finanziari e non siano idonei a fornire un’adeguata rappresentazione né dell’emissione né delle caratteristiche dell’emittente di *token*, che spesso opera in una fase molto prodromica alla realizzazione del progetto di attività economica ma che può essere rilevante indipendentemente dal fatto che integri già gli estremi dell’attività di impresa.

Quanto alla definizione di “cripto-attività”, resta fermo che parte degli investimenti rientranti nella nuova categoria delle cripto-attività potrebbero integrare anche gli elementi definatori del prodotto finanziario (di cui all’articolo 1, comma 1, lett. u), del TUF), in quanto comunque caratterizzati dall’investimento di un capitale finanziario, dall’assunzione del relativo rischio e da un’aspettativa di rendimento. In tali casi, la specialità delle caratteristiche distintive/definitorie delle cripto-attività suggerisce di prevedere che gli investimenti diversi da strumenti finanziari e da prodotti di investimento assicurativi e preassemblati siano attratti nella categoria/disciplina *ad hoc* per queste ultime, sottraendoli alla disciplina dei prodotti finanziari stabilita dal TUF. Quando, invece, una cripto-attività presenta caratteristiche tali da consentire la chiara e indubbia riconduzione all’insieme degli strumenti finanziari (codificati dalla disciplina MiFID) o dei prodotti di investimento (PRIIP, PRIP e IBIP), le relative attività di emissione, negoziazione e post-negoziazione sono evidentemente soggette alle disposizioni europee di armonizzazione previste per gli strumenti finanziari e per i prodotti di investimento, in quanto sovraordinate nella gerarchia delle fonti.

- 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?**
- 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?**
- 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)?**

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)?

3. PIATTAFORME PER LE OFFERTE DI CRIPTO-ATTIVITÀ

Occorre quindi prevedere un'apposita disciplina per lo svolgimento delle offerte in sede di emissione delle cripto-attività che avviene, di norma, in contesto *blockchain* (la tipologia al momento nota di tecnologie basate su registri distribuiti), con lo scopo di raggiungere un pubblico vasto di acquirenti/investitori. La citata disciplina avrebbe quindi a oggetto la tutela dei potenziali acquirenti, quantomeno con riferimento alle caratteristiche dei soggetti emittenti cripto-attività e alla messa a disposizione di adeguate informazioni in merito ai progetti imprenditoriali per i quali gli stessi verrebbero sollecitati (cfr. *infra*).

Riquadro 2

In via funzionale alla definizione della predetta disciplina delle offerte, si propone la seguente definizione del luogo deputato allo svolgimento delle stesse:

"piattaforma per le offerte di cripto-attività": una piattaforma *on line* che abbia come finalità esclusiva la promozione e realizzazione di offerte di cripto-attività di nuova emissione.

Allo stato, gli operatori meglio posizionati per poter offrire professionalmente assistenza nella realizzazione delle offerte di cripto-attività a un numero potenzialmente indeterminato di investitori appaiono, in ambito domestico, i gestori di portali per la raccolta di capitali di rischio autorizzati ai sensi dell'art. 50-*quinquies* del d. lgs. N. 58 del 1998 (TUF) e la cui attività è disciplinata con il regolamento Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 (Regolamento Crowdfunding).

Potrebbe altresì prevedersi che soggetti diversi, purché in possesso di requisiti soggettivi richiesti all'anzidetta categoria di gestori di portali di *crowdfunding*, possano gestire piattaforme per le offerte di cripto-attività. Ciò al fine di non precludere lo sviluppo di modelli di *business* alternativi, in cui cioè il soggetto gestore intenda specializzarsi, pur nel rispetto di requisiti soggettivi analoghi a quanto ritenuto congruo per i gestori di portali di *crowdfunding*, soltanto al settore delle *initial coin offerings*.

Riquadro 3

In tale quadro, ai soggetti che siano già autorizzati allo svolgimento dell'attività di gestione di portali per il *crowdfunding* potrebbe essere consentito di gestire piattaforme per le offerte di cripto-attività, a condizione che ne venga data preventiva comunicazione alla Consob (la quale conduce le istanze per l'autorizzazione dei predetti soggetti), e che l'attività connessa con la promozione di offerte di cripto-attività venga in qualche modo tenuta distinta da quella connessa con le offerte di *crowdfunding* (ad esempio, al gestore potrebbe essere richiesto di istituire e gestire piattaforme distinte per l'una e l'altra attività).

Gli ulteriori diversi soggetti ai quali potrebbe essere consentito di svolgere in via esclusiva l'attività di gestione di piattaforme per le offerte di cripto-attività sarebbero comunque tenuti al rispetto di requisiti soggettivi analoghi a quanto previsto per i gestori di portali per le offerte di *crowdfunding*.

Inoltre per tali soggetti - così come per i gestori di portali autorizzati dalla Consob (quindi diversi da banche e imprese di investimento) che vedrebbero ampliata la portata delle attività che essi possono svolgere – andrebbe altresì richiesta l'implementazione di un apparato informativo, procedurale, organizzativo e di controllo, strutturato e adeguato rispetto ai rischi sottesi alla “nuova” operatività, nell'ottica della tutela degli investitori.

Quanto invece ai soggetti che emettono cripto-attività, questi, come sopra illustrato, possono essere società, persone fisiche o *networks* di sviluppatori di prodotti; molto frequentemente l'attività di impresa è in fase di mera progettualità (start-up più o meno organizzate). Al riguardo si pone la questione delle caratteristiche di detti soggetti e della valutazione di eventuali requisiti minimi, e di quale tipo, affinché possano essere selezionabili per la promozione delle relative offerte sulle piattaforme di cui trattasi. Pertanto, requisiti di dettaglio potrebbero prevedere sia adeguati presidi per la selezione dei progetti imprenditoriali meritevoli di accedere alla piattaforma per la promozione delle offerte delle connesse cripto-attività sia regole di condotta che i soggetti che gestiscono piattaforme per le offerte di cripto-attività sarebbero tenuti a rispettare nel rapporto con gli investitori.

È inoltre importante che i soggetti che gestiscono le piattaforme richiedano ai soggetti che emettono le cripto-attività tutte le informazioni necessarie affinché i potenziali investitori possano valutare compiutamente gli investimenti proposti. In tale contesto, potrebbe quindi darsi luogo a un'adeguata standardizzazione delle informazioni sulle operazioni, anche al fine della comparabilità delle diverse offerte.

Ulteriori elementi di dettaglio potrebbero essere individuati per garantire la continuità e la sicurezza informatica dell'operatività della piattaforma per le offerte (soprattutto in considerazione della circostanza che la piattaforma utilizzerebbe tecnologia di tipo *blockchain*, come avviene in base a quanto riscontrato con riferimento a casi concreti).

La Consob si è interrogata sulla possibilità di imporre un siffatto regime per qualunque offerta promossa in ambito nazionale, giungendo tuttavia alla conclusione che in questa fase, in cui il fenomeno è in rapida evoluzione, qualsiasi tentativo di cristallizzarlo in un rigido regime pre-costituito rischia, da un lato, di non cogliere le opportunità con esso introdotte nell'ambito del mercato dei capitali e, dall'altro, di non cogliere, attraverso una fotografia statica, le caratteristiche di costante evoluzione del fenomeno. Pur nonostante, al fine di fornire risposta a quanti intendono approcciarsi al fenomeno nell'ambito di un quadro regolatorio di riferimento a garanzia della tutela degli investitori, ma che tracci anche in maniera chiara il perimetro delle responsabilità dei soggetti che ingegnerizzano, emettono e promuovono le cripto-attività, l'autorità ritiene utile prevedere un regime che in virtù di un meccanismo di *opt-in* consenta al promotore dell'iniziativa (emittente/offidente/proponente) di scegliere l'impiego di una piattaforma dedicata (rispondente ai requisiti sopra tratteggiati), al fine di rivolgersi alla platea degli investitori in un contesto regolamentato.

Di conseguenza, le offerte promosse al di fuori delle piattaforme regolate resterebbero comunque legittime (a meno di non presentare aspetti valutabili sotto il profilo dell'abusivismo ai sensi del TUF ove il *token* integri la nozione di prodotto finanziario). Tali offerte, tuttavia, sarebbero chiaramente riconoscibili dalla generalità del pubblico come non assistite dalle stesse tutele

approntate dal regime applicabile a quelle che, per volontà dell'emittente/offerente/proponente, accedano invece al circuito regolato.

Una forma di incentivo ad accedere al circuito in presenza delle garanzie regolatorie potrebbe essere rappresentata dalla previsione, in corrispondenza dell'applicazione del regime speciale ad offerte di cripto-attività che siano idonee a integrare la nozione domestica di prodotto finanziario di una deroga rispetto all'applicazione della disciplina dell'offerta al pubblico e dell'offerta a distanza di prodotti finanziari (come già sopra accennato).

Resta inteso che, una volta aderito alla scelta di richiedere l'autorizzazione alla gestione di piattaforme per le offerte di cripto-attività, le piattaforme e i relativi gestori sarebbero soggetti alla vigilanza da parte della Consob. L'attività di vigilanza si estenderebbe, quindi, alle offerte promosse su tali piattaforme.

Per completezza si evidenzia, in ultimo, come eventuali offerte condotte sulle piattaforme per le cripto-attività gestite da soggetti autorizzati dalla Consob, il cui oggetto integri tuttavia le caratteristiche di strumenti finanziari, sarebbero valutabili, in chiave di vigilanza, ai fini del necessario rispetto delle pertinenti discipline UE (Prospetto, MiFID II, ...). In tale ipotesi, le violazioni della disciplina di riferimento da parte del gestore della piattaforma (regole *ad hoc* per l'attività di gestione di piattaforme per le offerte di cripto-attività e disposizioni concernenti la prestazione di servizi e attività di investimento in strumenti finanziari) sarebbero assistite dagli opportuni rimedi sanzionatori, non solo di tipo amministrativo ma anche di tipo penale (cfr. norma sull'abusivismo di cui all'art. 166 del TUF). Inoltre, anche l'emittente/offerente/proponente sarebbe esposto, direttamente, alla responsabilità derivante dalla mancata conformità alla disciplina in materia di offerta fuori sede e di prospetto (ricorrendone i presupposti per l'applicazione, ovvero in presenza di un'offerta di strumenti finanziari al di fuori delle ipotesi di esenzione previste dall'art. 100 del TUF).

- 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
- 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)?
- 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?
- 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)?

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

4. SISTEMI DI SCAMBI DI CRIPTO-ATTIVITÀ

Sono oggetto delle proposte regolatorie allo studio le cripto-attività che, nella fase di collocamento iniziale, sono trasferite direttamente dai veicoli emittenti ai sottoscrittori attraverso l'uso di tecnologia *blockchain* e che possono essere successivamente smobilizzate attraverso sistemi di scambi dedicati. In base a quanto già riscontrabile nella realtà, tali sistemi risultano funzionali a facilitare, secondo modelli di *business* invero spesso diversificati, sia l'incontro tra domanda e offerta (*trading*) sia la custodia ed il trasferimento dei *token* (*post-trading*). Usualmente le piattaforme che consentono la negoziazione dei *token* vengono indicate come “*exchanges*” mentre la custodia ed il trasferimento dei *token* sono realizzati attraverso i c.d. “*wallets*”. I due concetti vengono spesso sovrapposti in quanto le piattaforme di *exchange* operano frequentemente anche come *wallet provider*.

Con riferimento ai modelli di *business* che caratterizzano la fase della negoziazione, una principale distinzione attiene a piattaforme organizzate con un vero e proprio *book di negoziazione*, che provvede al *matching* di ordini (*platform with order book*) e piattaforme che invece consentono una negoziazione diretta tra le parti (*direct trading* o P2P). Vi sono, infine, piattaforme in cui i *traders* – analogamente a quanto avviene sui sistemi degli “internalizzatori sistematici” di strumenti finanziari – negoziano in via esclusiva con il relativo gestore (un *dealer*), che organizza un “*own book*” (*dealer type model*).

Per ciò che riguarda gli aspetti connessi alla custodia e al trasferimento dei *token*, gli investitori utilizzano i c.d. *wallet* digitali, ossia dei sistemi informatici che consentono sia di conservare le chiavi private e pubbliche che identificano ciascun utente nella *blockchain*, che di interagire all'interno del registro distribuito stesso per controllare/trasferire i *token* di propria pertinenza⁴.

Il modello operativo attualmente dominante è costituito dalle c.d. piattaforme centralizzate, che operano sia come piattaforma di *trading* che come fornitore del servizio di *wallet*. Per partecipare alle attività di negoziazione gli investitori trasferiscono i propri *crypto-asset* (e, in taluni casi, valuta corrente) alla piattaforma *exchange*, che registra tali attività in conti da essa tenuti, per conto degli investitori, su un proprio *database* (e quindi al di fuori della *blockchain*). Oltre a tale servizio di custodia, l'*exchange* agisce anche da “internalizzatore di regolamento”⁵, registrando sui propri

⁴ I *wallet* possono essere: (i) gestiti da un soggetto che si pone come intermediario tra gli investitori e la *blockchain*, o (ii) installati su un dispositivo di proprietà dell'investitore. Nel primo caso le chiavi private e pubbliche che consentono di controllare i *token* sulla *blockchain* sono gestite dal fornitore del *wallet*, che di fatto opera come depositario dei *crypto-asset*, mentre nel secondo caso le chiavi sono detenute direttamente dagli investitori che hanno il pieno controllo dei propri *token* ed inviano in prima persona le istruzioni di regolamento alla *blockchain*.

⁵ Si precisa, al riguardo, che l'espressione è qui utilizzata in maniera puramente evocativa, non intendendo qualificare le piattaforme *exchange* centralizzate come internalizzatori di regolamento ai sensi del regolamento (UE) n. 909/2014 (CSDR).

sistemi il trasferimento di *token* (ed eventualmente di valuta corrente) conseguente alle negoziazioni. In tale modello operativo, dunque, le attività di negoziazione non generano alcun trasferimento di *crypto-asset* sulla *blockchain*, che viene aggiornata esclusivamente per registrare i trasferimenti, relativi alle fasi di deposito e ritiro di *token*, che intercorrono tra gli investitori e la piattaforma *exchange*.

Allo stato attuale, la gestione e il funzionamento degli *exchange* di cripto-attività non inquadrabili come strumenti finanziari non sono soggetti ad alcuna riserva di attività ai sensi di MiFIDII, né alla relativa disciplina.

Riquadro 4

Sotto il profilo definitorio, potrebbe quindi codificarsi la nozione di “*sistema di scambi di cripto-attività*” quale insieme di regole e di strutture automatizzate, che consente di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di cripto-attività e di dare esecuzione a dette proposte, anche attraverso tecnologie basate su registri distribuiti.

Ciò detto, analogamente a quanto sopra indicato a proposito delle offerte di cripto-attività di nuova emissione, anche gli *exchange* in cui si negozino cripto-attività non qualificabili come strumenti finanziari ma che abbiano le previste caratteristiche distintive, richiedono adeguate forme di controllo e di regolamentazione. Pur non replicando l’impianto disciplinare di MiFIDII/MiFIR, di fronte ad attività funzionalmente analoghe (gestione di *trading venue* di strumenti finanziari e sistemi di scambio di cripto-attività), sarebbe pertanto auspicabile l’introduzione di una disciplina che preveda parametri minimi di *governance* e operatività per le piattaforme in questione (in cui, cioè, si negoziano *crypto-asset* non qualificabili come strumenti finanziari). Quale punto di equilibrio tra l’esigenza di non ostacolare fenomeni di innovatività nell’industria finanziaria e quella di attrarre in un’area regolamentata il fenomeno dei mercati secondari di cripto-attività, è ipotizzabile un sistema che non crei una vera e propria riserva di attività per la gestione di tali sistemi di scambio (lasciando, dunque, al relativo organizzatore la scelta se sottoporsi o meno alla disciplina prevista in materia), ma che al contempo crei un incentivo all’*opt in* che potrebbe essere costituito dall’esistenza di uno stretto collegamento con le offerte (in fase di primario) che siano state condotte per il tramite di piattaforme dedicate e regolamentate (cfr. *supra*).

In altri termini, quale effetto del doppio regime di *opt-in* – ovvero con facoltà di scelta rispetto al canale (regolamentato o meno) da seguire posta, in primo luogo, in capo all’emittente/offidente/promotore e, in secondo luogo, in capo al gestore del sistema di scambi, si intendono porre le premesse per scelte consapevoli da parte degli investitori finali, ai quali sarebbe noto che l’investimento in cripto-attività offerte su piattaforme regolate e negoziabili su sistemi di scambi regolati sono maggiormente affidabili di quelle che si svolgono in un contesto libero.

Anche dal punto di vista dell’incentivo per i gestori di circuiti di scambio ad accedere a un sistema regolamentato, può ritenersi che l’attribuzione di un apposito “*label*” (consistente nella registrazione del sistema di scambi presso la Consob, con la finalità di negoziare cripto-attività), dovrebbe costituire un elemento di attrazione rispetto ai volumi di affari/interesse nei confronti della ulteriore diffusione delle cosiddette ICOs. Non ultimo, l’acquisizione del predetto “*label*” potrebbe costituire motivo di interesse anche per gli operatori “*incumbent*”.

Riquadro 5

Un'ipotesi di disciplina in materia potrebbe prevedere, da un lato, la previsione che solo le cripto-attività che abbiano costituito oggetto di offerta al pubblico attraverso una o più piattaforme per le offerte di cripto-attività (*cf.* paragrafo 2 del presente documento) possono essere ammesse agli scambi e, dall'altro, l'iscrizione, su domanda dell'organizzatore, del sistema di scambi di cripto-attività in un apposito registro della Consob a condizione che il sistema presenti:

- a) regole e procedure trasparenti e non discriminatorie con riguardo allo svolgimento degli scambi, così come all'iniziale selezione delle cripto-attività, all'accesso al sistema e all'identificazione dei partecipanti al sistema stesso;
- b) procedure efficaci a garantire che al momento dell'avvio della negoziazione di una cripto-attività sul sistema siano state pubblicate informazioni aggiornate sulle cripto-attività, necessarie per i potenziali acquirenti/venditori;
- c) procedure per identificare e gestire i rischi ai quali è esposto il sistema;
- d) misure necessarie per favorire il regolamento efficiente delle operazioni di negoziazione condotte nel sistema (tenendo conto che il predetto regolamento nonché l'attribuzione della titolarità delle cripto-attività avverrebbe mediante tecnologia *blockchain*);
- e) idonei presidi di organizzazione e funzionamento (ad es. in materia di continuità operativa e sicurezza informatica);
- f) adeguate procedure per la gestione dei conflitti di interesse;
- 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.

Potrebbero richiedere l'iscrizione nel registro i gestori delle sedi di negoziazione, i gestori di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali, i soggetti che gestiscono le piattaforme per le offerte di cripto-attività e ulteriori soggetti, che rispettano requisiti di carattere soggettivo stabiliti *ad hoc* dalla Consob.

Anche in tal caso i sistemi di scambi di cripto-attività, per i quali cioè il gestore abbia esercitato l'*opt-in*, risulterebbero soggetti alla vigilanza da parte della Consob sul rispetto dei requisiti sia soggettivi che di organizzazione e funzionamento del sistema, nonché nell'ottica di tutelare l'ordinato svolgimento degli scambi.

Tenendo conto dei diversi modelli di business riscontrabili nella realtà, sarebbe opportuno prevedere che i sistemi di scambio in parola siano dotati di regole e procedure idonee per l'accesso e l'identificazione dei partecipanti in modo tale da rendere inutilizzabili – da parte dei relativi organizzatori che sono responsabili dei processi di ammissione – tecnologie basate su registri distribuiti nella forma c.d. *permissionless* (ossia con accesso libero anche anonimo) per gli aspetti relativi alla gestione dei processi di scambio e di trasferimento delle cripto-attività sul registro medesimo.

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*?

- 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?
- Q12:** I requisiti sopra individuati, il cui accertamento è condizione per l'iscrizione del sistema nel registro tenuto dalla Consob, sono presidi sufficienti a neutralizzare i rischi connessi alla custodia delle risorse finanziarie, delle cripto-valute e delle cripto-attività da parte del sistema, nonché alla realizzazione di un regolamento efficiente e sicuro delle contrattazioni che avvengono sul sistema?
- 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?
- 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?
- 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?