

Crypto Asset Lab - Università di Milano-Bicocca
Di.SEA.DE, Building U7, Room 3010c
Via Bicocca degli Arcimboldi 8
20126 Milano
cryptoassetlab@unimib.it

Ferdinando M. Ametrano (ferdinando@dgi.io)
Gianfranco Forte (gianfranco.forte@unimib.it)
Francesca Mattassoglio (francesca.mattassoglio@unimib.it)
Paolo Mazzocchi (paolo@dgi.io)

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

5 giugno 2019

Risposta al documento per la discussione “Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività” del 19 marzo 2019

http://www.consob.it/documents/46180/46181/doc_disc_20190319.pdf/64251cef-d363-4442-9685-e9ff665323cf

Il Crypto Asset Lab (cryptoassetlab.diseade.unimib.it) è una iniziativa di ricerca sul tema dei *crypto-asset* come opportunità di investimento, innovazione *fnitech* e sfida regolamentare. Il laboratorio è una iniziativa congiunta del *Digital Gold Institute* (www.dgi.io) e dell'*Università degli Studi di Milano-Bicocca* (www.unimib.it): luogo di incontro e confronto tra accademia, industria, istituzioni e regolatori.

Questo contributo di risposta alla consultazione Consob inizia con una sintesi schematica dei punti salienti, poi riproposti in maniera estesa seguendo la struttura del documento Consob. Dal testo così articolato sono infine stati estratti alcuni paragrafi che vengono presentati come risposte alle domande esplicite poste nel documento per la discussione.

SINTESI PER PUNTI SALIENTI

- Il fenomeno delle ICO ha avuto successo perché ha permesso a una significativa liquidità, disponibile nella forma di criptovalute, di diversificare su investimenti non regolamentati.
- Questi capitali sono stati raccolti da *start-up* che hanno disintermediato gli attori tradizionali come *Venture Capitalist*, banche e regolatori. Sebbene il contesto in cui questo è avvenuto sia discutibile, il fenomeno è indubbiamente interessante: promuovere nuovi canali di finanziamento per le PMI è obiettivo strategico dell'UE nell'ambito della *Capital Markets Union*.
- Queste forme di investimento si prefigurano come *utility token* fondamentalmente per evitare la classificazione di *security*. Nella gran parte sono state deludenti come investimento, fallimentari come progetto imprenditoriale, talvolta configurandosi persino come vere e proprie frodi. D'altronde non si tratta qui di proibire fenomeni difficilmente contrastabili dal punto di vista tecnologico, né di fornire una alternativa eccessivamente stringente dal punto di vista regolamentare.
- Si tratta piuttosto di consentire la trasparenza e garantire un quadro regolamentare per le registrazioni digitali rappresentative di diritti, negoziate all'interno di uno o più sistemi di scambio. L'investitore beneficerebbe di maggiori tutele se il regolatore fornisse un quadro di riferimento che consenta di identificare le ICO strutturalmente più affidabili.
- L'utilizzo di tecnologia blockchain di per sé non qualifica l'asset scambiato: in particolare blockchain private *permissioned* che identificano le controparti in nulla sembrano diversificarsi dai tradizionali sistemi. Al massimo si potrebbe trattare di una innovazione di processo, neutrale per il regolatore.
- Appare opportuno ribadire invece l'elemento chiave del successo delle ICO: blockchain pubbliche *permissionless*, con controparti che operano sul secondario non necessariamente identificate. Questa sembra essere la ricetta per ottenere liquidità e afflusso di capitali. In questo caso, evidentemente, l'identificazione degli attori può avvenire solo in fase di emissione e ovunque lo scambio coinvolga valute tradizionali a corso legale, per le quali sono già chiariti i presidi in termini di KYC e AML.
- In questa sede, noi abbiamo inteso che Consob voglia indirizzare la sua attenzione verso la categoria dei c.d. **hybrid token**, ossia quei token che offrono agli investitori la possibilità di fruire di un servizio o di un bene (*utility token*), implicando però anche un profilo/elemento finanziario (che a sua volta ne giustifica la negoziabilità in un mercato secondario).
- è auspicabile che gli *hybrid token* possano, tramite procedure di *opt-in*, essere offerti tramite piattaforme regolate ed ottenere quindi la certificazione se

capaci di soddisfare alcuni criteri minimi di qualità. Non si tratta di creare presidi per la selezione dei progetti imprenditoriali meritevoli di accedere alle ICO, bensì di verificare che gli investitori abbiano accesso agli elementi per valutare correttamente l'opportunità loro offerta (ad esempio, criteri minimi di completezza per il white-paper che descrive la ICO).

- Quanto alle piattaforme per le offerte di crypto-attività ci sembra fondamentale chiarire l'equivoco tra queste e le blockchain. Le piattaforme di offerta possono costituirsi con tecnologie diverse (ad esempio anche semplici portali web): sono i token che per venire a esistenza devono alla fine essere registrati su una blockchain.
- In particolare, le ICO che volessero una approvazione regolamentare dovrebbero dare garanzie quanto a:
 - a. forma giuridica di società per l'emittente, per poter valutare esplicitamente quali garanzie di capitali (pur ridotte) e responsabilità possano essere fornite;
 - b. logiche di emissione, per evitare inflazionabilità arbitraria del token;
 - c. connessione con un chiaro e individuato progetto imprenditoriale;
 - d. criteri di redistribuzione della profittabilità del progetto sponsorizzato dall'emittente, specificando i diritti incorporati nei token.
- Potrebbe essere in carico ai gestori delle piattaforme di offerta la richiesta ai soggetti emittenti di tutte le informazioni necessarie e la loro valutazione.
- Con riferimento al mercato secondario permane l'equivoco tra blockchain e piattaforme di scambio. Le piattaforme di scambio, per essere efficienti, non sono sostanzialmente mai blockchain e possono essere regolate con identificazione degli attori, presidi antiriciclaggio e di contrasto al finanziamento del terrorismo; viceversa, le blockchain (pubbliche o private che siano) sono intrinsecamente inefficienti per il trading in quanto tecnologie distribuite e nella loro versione pubblica permissionless (l'unica finora esistente) non possono essere regolate.
- In fase di secondario sarebbero opportune regole di condotta che le piattaforme di scambio devono essere tenute a rispettare nel rapporto con gli investitori, di nuovo tramite *opt-in*. Le garanzie che dovrebbero essere fornite per qualificarsi includono:
 - a. continuità e sicurezza informatica circa l'operatività della piattaforma;
 - b. trasparenza sulle metodologie di custodia e le coperture assicurative collegate. Qui sarebbe da auspicare l'emergere di un processo di custodia aperto e standardizzato, che possa essere sottoposto all'audit di terze parti.
- Sembra essenziale per la liquidità del secondario consentire la contrattazione anche su blockchain pubbliche *permissionless*, altrimenti sarebbe snaturata la caratteristica innovativa delle ICO, diminuendone l'appeal.

1. Premessa	5
2. Aspetti definitivi	9
Risposta domande	11
3. Piattaforme per le offerte di cripto-attività	13
Risposta domande	14
4. Sistemi di scambi di cripto-attività	16
Risposta domande	17

1. Premessa

Le osservazioni qui proposte sono la sintesi di una visione condivisa di 3 differenti approcci: economico, giuridico e tecnologico, a dimostrazione che un fenomeno così eterogeneo come ICO/crypto-asset (e lo stesso FinTech in generale) può essere affrontato soltanto grazie a una pluralità di competenze di carattere trasversale.

Guardiamo con favore all'idea di introdurre una disciplina specifica per il fenomeno ICO, pur nella consapevolezza della difficoltà di trovare un punto di equilibrio tra libertà e regole, per giunta in un ambito che dovrà necessariamente essere trattato a livello europeo e internazionale vista una natura che non conosce confini nazionali.

Siamo altresì consapevoli che la maggioranza delle ICO avviate negli scorsi anni sono state particolarmente problematiche; nondimeno, il fenomeno resta comunque di indubbio interesse per le sue potenzialità.

Vale la pena ripercorrere, brevemente e prima di addentrarsi sui commenti al documento, il fenomeno delle ICO sotto il profilo economico. Fra le forme di finanziamento alternative rivolte a PMI, come minibond, invoice trading, crowdfunding, direct landing, private equity e venture capital, quello delle ICO mostra peculiarità e potenzialità notevoli. Il fenomeno fino al 2016 era quasi inesistente a livello globale. Se nel 2016 ci sono state solo alcune operazioni di test, nel 2017 si contano circa 550 operazioni e più di 1100 nel 2018 a livello globale, con una velocità di sviluppo che sembra prospettare potenzialità notevoli. Anche i volumi in dollari non sono trascurabili, pari a circa 7 e 20 miliardi raccolti rispettivamente nel 2017 e 2018¹.

È opportuno, a nostro avviso, sottolineare quali siano i driver che spiegano il successo di tale forma di raccolta di capitali, come anche le sue debolezze. I due aspetti vincenti dell'emissione di token in ICO sono stati: l'accettazione di cryptocurrency come forma di pagamento è un processo strutturalmente semplice, snello e scevro da qualunque meccanismo di controllo. Il primo aspetto è caratterizzante delle ICO e non può essere marginalizzato. Il fenomeno delle criptovalute a livello mondiale si è molto sviluppato dal 2009 ad oggi, con una capitalizzazione che, pur altalenante per le quotazioni molto volatili, ha visto un picco di 850 miliardi di dollari ad inizio 2018 e che si attesta a giugno 2019 ad oltre 270 miliardi. Anche il numero delle criptovalute è cresciuto moltissimo, se ne contano oggi migliaia. È evidente come gli investitori in criptovalute abbiano quindi accumulato un importante ammontare di liquidità che ha rappresentato la base che li ha spinti, in cerca sia di diversificazione che di nuove opportunità, verso alternative come le ICO in assonanza con l'investimento in valute digitali. Appare evidente anche come la discesa generalizzata dei

¹ <https://www.coindesk.com/ico-tracker>

valori di tutte le criptovalute, particolarmente forte nel 2018, abbia contribuito a indirizzare l'attenzione degli investitori verso alternative fruibili in modo semplice, affini per tecnologia e con prospettive che potevano somigliare a quelle delle cripto-attività. Assolutamente rilevante poi è la semplicità con cui queste iniziative sono state sviluppate, in assenza totale di schemi di controllo, in un ambiente internazionale senza confini di sorta, usando i protocolli di Ethereum (fondamentalmente lo standard eRC20 e le sue evoluzioni eRC223, eRC777, ecc. o eRC721 per i token non fungibili), creando token fruibili in maniera diffusa e semplice senza alcuna barriera all'ingresso. Anche in termini di schemi di tokenizzazione e forme giuridiche queste iniziative sono nate in modo del tutto eterogeneo e prive di requisiti. In definitiva, tutti questi aspetti implicano strutture di emissione a costi quasi nulli e un totale livello di disintermediazione.

Se però i due aspetti anzidetti, l'uso di criptovalute come strumento di pagamento e l'assenza di controlli e vincoli, hanno senza dubbio favorito una partenza fulminea e quasi esponenziale delle ICO, è anche evidente come sia mancato e manchi tuttora un adeguato quadro di garanzie per gli investitori. Moltissime delle ICO avviate si sono dimostrate deludenti come opportunità di investimento, fallimentari come iniziative imprenditoriali e in alcuni casi persino fraudolente. Le aspettative e l'interesse degli investitori si è inevitabilmente smorzato, sebbene il fenomeno resti di indubbio interesse per le sue potenzialità.

Un'ipotesi di regolazione dovrebbe, a nostro avviso, tentare di mantenere i punti di forza di un nuovo canale di finanziamento per le imprese (o progetti interni ad imprese esistenti), correggendo possibilmente solo gli elementi disfunzionali registrati nella recente esperienza. Fissare regole per le ICO è infatti auspicabile fondamentalmente per offrire garanzie giuridiche agli acquirenti. Questo consentirebbe di trasformare le ICO in iniziative di investimento più tutelate, in cui conta maggiormente la valutazione e la bontà del progetto imprenditoriale sottostante e non la pura scommessa sul rialzo, anche temporaneo, del valore di token emessi.

Anche il profilo della tokenizzazione merita attenzione. Quasi tutte le ICO si sono configurate come utility-token, spesso semplicemente per tentare di evadere dallo schema di *security* (ad esempio azioni di società di capitali), pienamente normato in tutte le giurisdizioni, ed in parte cavalcando il trend in atto di "tokenizzazione" di oggetti dell'attività reale. **È indubbio però che si sia trattato fondamentalmente di un travestimento, perché un token legato a un bene o servizio non ha significativo potenziale di apprezzamento e non otterrebbe quindi reale attenzione nel mercato dei capitali tradizionale.**

D'altro canto, l'emissione di genuini *security-token* non potrebbe che essere integralmente sottoposta all'esistente quadro regolamentare (MiFID2, ecc.) sostanzialmente spegnendo qualsiasi contenuto di innovazione. Per questo ci sembra che la strada praticabile possa essere quella degli hybrid-token che possono integrare anche elementi definitivi del prodotto finanziario (investimento di capitale, assunzione di rischio, aspettativa di rendimento) senza per questo ricadere nella disciplina del TUF. **La tokenizzazione basata su protocolli blockchain è diffusa, fruibile a basso costo ed accettata per il pregio di saper attrarre capitali di investimento in maniera efficace; quello che è mancato e**

potrebbe essere aiutato dal regolatore è connettere in modo trasparente il token con la profittabilità del progetto sottostante la ICO, migliorandone la trasparenza e di conseguenza la capacità di valutazione degli investitori. Uno schema di questo tipo potrebbe avvicinare le ICO a un profilo di rischio di investimento più simile a quello del Venture Capital, con un vantaggio legato alla trasparenza, liquidità e soprattutto al legame ed alla spinta con una nuova base di investitori.

Ciò sembra peraltro consentire di inquadrare le ICO come un modello alternativo di fund raising basato su un nuovo rapporto tra investitori e consumatori. La Task force inglese, infatti, ha elencato una serie di pregi che potrebbero avere le ICO come nuovi sistemi di capital raising, ricordando come esse possano:

1. prima di tutto, supportare l'innovazione e la competizione con i tradizionali canali di finanziamento;
2. accrescere l'efficienza, consentendo di mettere direttamente in relazione proponenti e investitori, soprattutto se in caso di piccole realtà imprenditoriali;
3. essere in grado di trovare finanziamenti anche per progetti imprenditoriali molto rischiosi in fasi iniziali di attività;
4. riuscire ad accedere a una nuova platea di investitori.

Più delicato è invece l'aspetto di regolazione del meccanismo di funding nelle ICO. Porre limiti e vincoli all'utilizzo di valute digitali provenienti dall'estero in modo esplicito, ancorché implicito imponendo stringenti schemi di identificazione, significherebbe di fatto tagliare fuori la fonte essenziale dei capitali che ne hanno garantito il successo, con il rischio evidente di porre un freno notevole al fenomeno. In questa ipotesi si tratterebbe di uno schema regolatorio che definisce il perimetro di operatività solo mutuando elementi dall'esperienza delle ICO, ma che di fatto ne creerebbe uno nuovo, rispetto al quale è difficile fare previsioni di successo.

Sempre sul punto sarebbe auspicabile che fossero ammesse possibilità di investimento tramite valute tradizionali, ma assolutamente in modo non discriminatorio o vincolante rispetto alle criptovalute.

Queste considerazioni preliminari si legano inevitabilmente alle scelte che la regolazione dovrebbe auspicabilmente effettuare sia rispetto al mercato primario sia secondario di negoziazione.

A nostro avviso è sperabile un intervento che definisca un perimetro chiaro per i soggetti abilitati a proporre ICO, la forma giuridica, l'individuazione di mercati specifici (sia in emissione che negoziazione successiva) e che non precluda l'accesso a investitori attraverso l'impiego di valute digitali. Peraltro, un'iniziativa regolatrice basata sul principio di opt-in avrebbe il pregio di riconoscere e porre in risalto l'inefficacia di misure proibitive e la volontà di proporre uno schema opzionale con maggiori tutele economiche per gli investitori che non limiti in modo rilevante la libertà di strutturazione è funding di queste operazioni.

Sotto un profilo giuridico, è senz'altro meritorio il fatto che la Commissione non si sia orientata a estendere la regolazione tradizionale -e più precisamente la MIFID2, disciplina prospetto, collocamento a distanza, etc. - a questa tipologia di attività.

A parere di chi scrive, infatti, una simile scelta finirebbe per irrigidire eccessivamente l'istituto, facendone perdere l'attrattività.

Senza considerare che la disciplina appena richiamata non è stata ideata per rispondere alle specifiche esigenze poste da questi nuovi strumenti. Si pensi, ad esempio, al problema relativo alla fase di custodia che i crypto-asset pongono a differenza dei tradizionali strumenti finanziari; al ruolo che in questi sistemi assumono figure come i “miners” o “validating nodes”, etc.

In questa fase, un intervento sul settore dovrebbe pertanto essere orientato all’individuazione di un insieme di regole minime ed essenziali, che non possono certo coincidere con la disciplina di strumenti o prodotti finanziari tradizionali. Proprio per questo motivo riteniamo che l’idea di ricondurre i token all’ambito di strumenti finanziari, per quanto suggestiva, renderebbe di fatto inutile lo stesso intervento normativo, spingendo le ICO e i loro capitali verso mercati più liberi.

Naturalmente, la previsione di una disciplina *ad hoc* poggia, prima di tutto, su una puntuale identificazione dell’oggetto dell’attività presa in considerazione che tenga conto delle caratteristiche peculiari dell’istituto.

Infine, prima di addentrarci sulle risposte puntuali ai quesiti, va menzionato un altro tema di rilievo sotto il profilo della tecnologia. Il documento Consob sembrerebbe presentare una posizione non molto chiara circa l’utilizzo della blockchain.

Essa, infatti, viene richiamata espressamente sia come elemento definitorio della fattispecie delle crypto-attività che dovrebbero essere oggetto di regolazione, sia nell’ultima parte del documento con riferimento al sistema impiegabile dalle piattaforme di scambio sul secondario.

In particolare, con riferimento all’ambito definitorio la Consob richiederebbe una blockchain che consenta un’effettiva identificazione dei titolari dei diritti, ossia parrebbe propensa a concentrare l’attenzione su una blockchain privata di tipo *permissioned*.

Detta preferenza per la tecnologia di tipo “private permissioned” (*Distributed Ledger Technology*, contrapposta alle blockchain “public permissionless”) cerca di conciliare l’efficienza del nuovo strumento con alcuni obiettivi prioritari del mercato finanziario tradizionale, relativi alla certezza circa la titolarità dei diritti e delle responsabilità consentendo, al tempo stesso, una gestione meno costosa e finanziariamente sostenibile².

Del resto, come emerge dai già richiamati documenti delle autorità di settore, questo atteggiamento è molto diffuso poiché proprio la **decentralizzazione** costituisce un profilo particolarmente problematico nell’ottica di vigilanza e in vista di una successiva regolazione del fenomeno.

A ben guardare, però, ciò equivale a escludere, dall’ambito di applicazione, la maggior parte delle ICO finora conosciute è presenti sul mercato che, come è noto, utilizzano per lo più l’emissione di token originati dalla blockchain di Ethereum (ossia *public permissionless*).

² ESMA, *Report The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets*, 7 February 2017 | ESMA50-1121423017-285; S. MAIJOOR, *Crypto Assets: time to deliver. Keynote Speech*, 3rd Annual FinTech Conference-FinTech and Regulation 26 febbraio 2019, Brussels, in www.esma.eu.

Con riferimento al mercato secondario, inoltre, la Consob richiede espressamente che:

*“tenendo conto dei modelli di business riscontrati in 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”.*

Detta formulazione, però, rischia di essere fonte di equivoco che coinvolge blockchain e piattaforme di scambio. Le piattaforme di scambio, per essere efficienti, non sono sostanzialmente mai blockchain e possono essere regolate con identificazione degli attori, presidi antiriciclaggio e di contrasto al finanziamento del terrorismo; viceversa, le blockchain (pubbliche o private che siano) sono intrinsecamente inefficienti per il trading in quanto tecnologie distribuite è nella loro versione pubblica permissionless (l’unica finora esistente) non possono essere regolate.

Intesa in questi termini, la proposta regolatoria della Consob rischia, in primo luogo, di trasformarsi non tanto e non già nella regolazione del fenomeno ICO, così come finora l’abbiamo conosciuto, quanto piuttosto nel tentativo di introdurre un modello di business alternativo e concorrente, basato su “blockchain private e centralizzate” che sicuramente possono garantire più alti standard di trasparenza ma con scarse, riteniamo, chance di successo.

2. Aspetti definitivi

Il primo punto da cui occorre partire, per rispondere alla richiesta di osservazioni della Consob, riguarda, senza dubbio, la definizione di crypto-asset che essa intende porre a fondamento di una futura e specifica regolazione del fenomeno ICO.

Una simile scelta è senz’altro meritoria, posto che, così facendo, si evita di ricorrere a una rischiosa analisi case-by-case.

Tuttavia, essa richiede necessariamente di addivenire a una precisa definizione giuridica di cripto-attività oggetto di ICO.

Come è noto, le autorità e la dottrina presentano opinioni molto diverse le une dalle altre. Situazione che certo non stupisce se si considera che manca tuttora, a che a livello europeo, una nozione comune di strumento finanziario.

A fronte di un simile panorama di incertezza, sarebbe in primo luogo preferibile non utilizzare la generica categoria di “cripto-attività”. Così facendo, infatti, si rischia di creare ulteriore ambiguità, poiché in quest’ambito vengono ricondotte una pluralità di fattispecie

(ad esempio anche le criptovalute), molte delle quali, per espressa ammissione della Consob, al di fuori del perimetro del suo intervento.

Meglio sarebbe, magari, utilizzare la nozione di “token digitale” emesso tramite ICO³.

Inoltre, anche nell’ambito della più ristretta categoria di “token digitali”, sarebbe auspicabile fare maggiore chiarezza circa l’ambito interessato dalla proposta di regolazione. In tal senso, il ricorso a concetti quali security token, payment token, utility token o hybrid token potrebbe senz’altro aiutare.

In questa sede, noi abbiamo inteso che Consob voglia indirizzare la sua attenzione verso la categoria dei c.d. **hybrid token**, ossia quei token che offrono agli investitori la possibilità di fruire di un servizio o di un bene (utility token), implicando però anche un profilo/elemento finanziario (che a sua volta ne giustifica la negoziabilità in un mercato secondario).

Una simile scelta è, peraltro, comprensibile. Come ben emerge dai numerosi documenti di recente pubblicati dalle autorità europee e internazionali (IOSCO, BCE, ESMA, EBA)⁴, i token che presentano marcate caratteristiche di security sono destinati a essere attratti nella disciplina degli strumenti finanziari (o dei prodotti di investimento), mentre i payment nell’ambito della disciplina degli strumenti di pagamento.

Di conseguenza, lo spazio di azione di Consob si riduce a quelle categorie di token che, al più, possono intercettare la nozione di prodotto finanziario, vista l’ampia portata che essa assume nel nostro ordinamento (a differenza, ad esempio, di quello francese).

Dall’ambito di applicazione sono di converso esclusi i *pure commodity token*, ossia quei token che garantiscono l’accesso al godimento di un bene, senza presentare alcun elemento finanziaio.

Per quanto poi riguarda il profilo più propriamente sostanziale, la scelta definitoria della Consob, a nostro parere, presenta la già richiamata incertezza di fondo circa l’utilizzo della blockchain.

Essa, infatti, come si è già anticipato, nello stabilire che detta tecnologia deve garantire la “capacità di consentire l’identificazione del titolare dei diritti relativi agli investimenti sottostanti e incorporati nelle cripto-attività” mostra una preferenza per ipotetici hybrid token creati su blockchain permissioned.

Come ansidetto, però, le ICO attualmente presenti sul mercato vivono su registri distribuiti di tipo aperto ossia *permissionless* (Ethereum).

³ ESMA, *Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 9 gennaio 2019, p. 4.

⁴ IOSCO, *Issue, Risks and Regulatory Considerations Relating to Crypto-Asset Trading Platforms*. Consultation Report, maggio 2019; eBC Crypto-Assets Task Force, *Crypto-Assets: Implications for financial stability, monetary policy, and payments and market infrastructure*, Occasional Paper, n. 223/May 2019; eBA, *Report with advice for the european Commission on Crypto-Assets*, gennaio 2019.

Imporre una blockchain esclusivamente permissioned, di conseguenza, rischia di risultare inefficace, poiché toglierebbe i vantaggi che sono propri di questa tecnologia.

La semplice indicazione di “tecnologia blockchain”, infatti, non è di per sé qualificante: una blockchain “*permissioned*” che identifica i titolari in nulla si differenzia dalle tradizionali piattaforme di scambio dei tradizionali strumenti negoziati.

È evidente che con una blockchain permissionless l’identificazione dei titolari può avvenire solo quando nel processo di contrattazione siano coinvolte valute tradizionali a corso legale, come da prescrizioni regolamentari attinenti a quell’ambito.

Inoltre, nel quadro regolatorio delineato da Consob, l’identificazione del titolare del diritto potrebbe avvenire nel momento in cui il token sarà offerto all’investitore tramite l’apposita piattaforma di emissione, che abbia optato per il regime di opt-in.

È, invece, sicuramente condivisibile la centralità data alla finalizzazione del finanziamento di progetti imprenditoriali. Solo questo stretto collegamento può rendere lo strumento delle ICO virtuoso per il mercato, nell’ottica dell’ampliamento degli strumenti di raccolta del capitale per le imprese in linea con gli obiettivi della *Capital Market Union*. Così come guardiamo con estremo favore alla volontà di escludere dal perimetro di intervento le ICO di tipo puramente speculativo, non collegate cioè a progetti imprenditoriali, in quanto rischiano di essere solo strumenti nelle mani di operatori spregiudicati.

Risposta domande

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?

A1: No, non si condivide la definizione di cripto-attività utilizzata nel documento.

A fronte dell’attuale incertezza definitoria, sarebbe in primo luogo preferibile non utilizzare la generica categoria di “cripto-attività”. Così facendo, infatti, si rischia di creare ulteriore ambiguità, poiché in quest’ambito vengono ormai comunemente ricondotte una pluralità di fattispecie, molte delle quali, per espressa ammissione della Consob, al di fuori del perimetro del suo intervento.

Meglio sarebbe, pertanto, utilizzare la nozione di “token digitale” emesso tramite ICO.

Inoltre, anche nell’ambito della più ristretta categoria di “token digitali”, sarebbe auspicabile fare maggiore chiarezza circa l’ambito interessato dalla proposta di regolazione. In tal senso, il ricorso a concetti quali security token, payment token, utility token o hybrid token potrebbe senz’altro aiutare.

In questa sede, noi abbiamo inteso che Consob voglia indirizzare la sua attenzione verso la categoria dei c.d. **hybrid token**, ossia quei *token* che offrono agli investitori la possibilità di fruire di un servizio o di un bene (*utility token*), implicando però anche un profilo/elemento finanziario (che a sua volta ne giustifica la negoziabilità in un mercato secondario).

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?

A2: Sì. Sicuramente è condivisibile la centralità data alla finalizzazione del finanziamento di progetti imprenditoriali. Solo questo stretto collegamento può rendere lo strumento delle ICO virtuoso per il mercato, nell'ottica dell'ampliamento degli strumenti di raccolta del capitale per le imprese in linea con gli obiettivi della *Capital Market Union*. Così come guardiamo con estremo favore alla volontà di escludere dal perimetro di intervento le ICO di tipo puramente speculativo.

Il problema, semmai, concerne l'identificazione della tecnologia blockchain connessa con l'emissione di token che dovrebbero garantire l'evidenza della titolarità dei diritti connessi con i *crypto-asset* in circolazione, ossia *permissioned*.

Imporre, infatti, un sistema di questo tipo potrebbe risultare assolutamente inefficace e fallimentare, poiché toglierebbe i vantaggi che sono propri di questa tecnologia.

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)?

A3: No, non perfettamente. In primo luogo, dovrebbero magari essere espressamente esclusi dal suo raggio di azione proprio i *pure commodity-token* (ammesso che esistano) poiché non destinati a circuiti di scambio di tipo secondario, nonché gli strumenti finanziari e prodotti d'investimento.

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 crypto-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)?

A4: Il giudizio circa l'unicità delle attività regolate, senza la previsione di alcuna ulteriore soglia (sia di esenzione sia di maggiori presidi) dipende dalla disciplina introdotta. Se minimale è *light touch*, naturalmente, l'introduzione di soglie non diviene fondamentale, ma in caso contrario, l'introduzione di eventuali soglie o esenzioni diventa imprescindibile.

3. Piattaforme per le offerte di crypto-attività

Quanto alle piattaforme per le offerte di crypto-attività ci sembra fondamentale chiarire, fin dall'inizio, la differenza rispetto alla blockchain. Le piattaforme di offerta possono costituirsi con tecnologie diverse (ad esempio anche semplici portali web): sono i token che per venire a esistenza devono alla fine essere registrati su una blockchain.

Con riferimento alle piattaforme per le offerte di nuove emissioni di crypto-attività, guardiamo con assoluto favore alla scelta della Commissione di orientarsi, verso l'introduzione di un sistema di autorizzazione opzionale.

Esso consente, infatti, di non irrigidire eccessivamente il sistema ponendosi in linea con le esigenze che abbiamo già ricordato.

Nello stesso tempo, siamo consapevoli che l'introduzione di un regime opzionale rischia di introdurre un ulteriore elemento di incertezza in un ambito già particolarmente complesso. Di conseguenza, riteniamo che sia altresì indispensabile prevedere un'attenta attività di comunicazione e informazione per consentire ai potenziali investitori, e al mercato nel suo complesso, di comprendere appieno la differenza tra eventuali nuove ICO che si avvalessero del regime di opt-in (e quindi con maggiori garanzie) e quelle, invece, che continuassero a restarne al di fuori.

Inoltre, riteniamo condivisibile anche la scelta di individuare, quale soggetto preferenziale a cui affidare questo ruolo, i gestori di portali di crowdfunding.

Questa soluzione ben si lega all'idea di fondo di considerare le ICO come uno strumento di raccolta di capitale per l'attività di impresa. Ciononostante, è evidente la diversità dei crypto asset che, in questo caso, verrebbero offerti. ecco perché diventerebbe fondamentale distinguere nettamente le due tipologie di offerte, in modo tale da non indurre in errore gli investitori.

Sarebbe opportuno per promuovere il fenomeno consentire lo svolgimento dell'attività anche a soggetti che non sono già stati autorizzati come gestori di piattaforme di crowdfunding, purché in possesso di alcuni requisiti che si ritengono fondamentali per garantire la correttezza delle operazioni è l'affidamento degli investitori.

Per quanto riguarda possibili modelli di business alternativi ai gestori di portali di crowdfunding, riteniamo che, al momento, la struttura soggettiva più idonea a promuovere e realizzare offerte di crypto-attività sia sempre la piattaforma intesa come "marketplace", ossia uno degli elementi più caratterizzanti del c.d. mercato digitale.

Le piattaforme, infatti, grazie alla loro natura di disintermediazione sembrano al momento in grado di coniugare libertà di mercato e controllo necessari a un possibile sviluppo del mercato delle ICO.

Alla base dell'attività svolta dalle piattaforme di offerta non c'è solo l'esigenza di valutare il tipo di attività che viene posta in essere, ma altresì la necessità di fornire agli investitori le idonee informazioni per valutare compiutamente gli investimenti, con una adeguata standardizzazione delle informazioni (ottenuta tramite i c.d. white papers).

In particolare, alla luce dell'esperienza maturata a seguito dello studio delle ICO che si sono svolte nel corso degli ultimi anni - e sempre nell'ottica di promuovere la regolazione di un fenomeno che sia orientato a divenire efficace strumento di finanziamento alle attività imprenditoriali - riteniamo che i soggetti che emettono le cripto-attività dovrebbero avere le seguenti caratteristiche:

- l'entità emittente (che raccoglie capitali) deve coincidere con l'entità che esegue il progetto;
- queste entità devono essere chiaramente identificabili, quanto meno come persone giuridiche - sarebbe ad esempio auspicabile che assumessero per lo meno la forma di società di capitali anche se senza precisi requisiti di capitalizzazione - per garantire idonee tutele ai potenziali investitori;
- dovrebbero dotarsi di schemi di emissione che evitino la possibilità di inflazionare arbitrariamente il token;
- dovrebbero adottare criteri di redistribuzione della profittabilità del progetto sponsorizzato dall'emittente, specificando i diritti incorporati nei token.

Risposta domande

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

A5: Come già si è anticipato, i gestori di piattaforme di crowdfunding costituiscono le prime entità da considerare come possibili soggetti incaricati di un'attività di promozione e realizzazione di cripto-attività. Questa soluzione ben si lega all'idea di fondo di considerare le ICO come uno strumento di raccolta di capitale per l'attività di impresa.

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)?

A6: Sì, potrebbe essere opportuno per promuovere il fenomeno, consentire lo svolgimento dell'attività anche a soggetti che non sono già stati autorizzati come gestori di piattaforme di crowdfunding, purché in possesso di alcuni requisiti che si ritengono fondamentali per garantire la correttezza delle operazioni è l'affidamento degli investitori.

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?*

A7: L'approccio regolatorio dell'opt-in può riuscire a conciliare le esigenze di libertà degli operatori con quelle di una maggior tutela degli investitori, previo approntamento di idonei presidi informativi. Una simile scelta regolatoria, infatti, non deve essere causa di maggiore incertezza per gli investitori.

Q8: *Si ritiene opportuno, nell'ottica della maggiore tutela degli investitori, stabilire uno stretto collegamento tra 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)?*

A8: Può essere senz'altro utile creare un collegamento tra le attività offerte tramite piattaforme vigilate e il loro successivo accesso al sistema degli scambi, soprattutto nell'ottica che qui si predilige. In altre parole, se si vuole introdurre una regolazione del fenomeno ICO come strumento per il finanziamento delle attività imprenditoriali, diviene altresì fondamentale - soprattutto in un'ottica economica - la creazione di un mercato secondario in cui scambiare i token, ai fini di garantirne la liquidità.

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

A9: In particolare, alla luce dell'esperienza maturata a seguito dello studio delle ICO che si sono svolte nel corso degli ultimi anni - e sempre nell'ottica di promuovere la regolazione di un fenomeno che sia orientato a divenire efficace strumento di finanziamento alle attività imprenditoriali - riteniamo che i soggetti che emettono le cripto-attività dovrebbero avere le seguenti caratteristiche:

- l'entità emittente (che raccoglie capitali) deve coincidere con l'entità che esegue il progetto;
- queste entità devono essere chiaramente identificabili, quanto meno come persone giuridiche - sarebbe ad esempio auspicabile che assumessero per lo meno la forma di società di capitali anche se senza precisi requisiti di capitalizzazione - per garantire idonee tutele ai potenziali investitori;
- dovrebbero dotarsi di schemi di emissione che evitino la possibilità di inflazionare arbitrariamente il token;
- dovrebbero adottare criteri di redistribuzione della profittabilità del progetto sponsorizzato dall'emittente, specificando i diritti incorporati nei token.

4. Sistemi di scambi di cripto-attività

La Consob, con una scelta che si pone al momento minoritaria rispetto agli interventi delle altre autorità nazionali, ha deciso di prendere in considerazione non solo il momento dell'emissione/offerta di token ma, altresì, il successivo sistema di scambio (normalmente svolto dai c.d. "exchange") nonché la custodia e il trasferimento dei token (attività realizzate attraverso i c.d. wallet).

Questa soluzione non stupisce se si considera che tra i requisiti richiamati nella definizione, il token deve essere destinato alla successiva negoziazione in un mercato secondario evidenziando, ancora una volta, la volontà della Commissione di inquadrare le ICO nell'ambito di nuovi strumenti di capital raising⁵.

Come si è già anticipato, peraltro, il tema della "custody" costituisce sicuramente uno dei profili più peculiari e problematici nell'ambito della gestione dei token emessi tramite ICO. Dal documento della Consob, tuttavia, non sembrano emergere prassi tecniche di custodia delle cripto-attività, idonee a garantire che i gestori delle piattaforme non ne perdano il controllo accidentalmente e/o se ne possano impossessare in maniera fraudolenta. È evidente che questo profilo è estremamente rilevante, soprattutto, se i token sono al "portatore".

Inoltre, occorre ribadire che proprio con riferimento nel mercato secondario permane l'equivoco tra blockchain e piattaforme di scambio. Le piattaforme di scambio, per essere efficienti, non sono sostanzialmente mai blockchain e possono essere regolate con identificazione degli attori, presidi antiriciclaggio e di contrasto al finanziamento del terrorismo; viceversa, le blockchain (pubbliche o private che siano) sono intrinsecamente inefficienti per il trading in quanto tecnologie distribuite e nella loro versione pubblica permissionless (l'unica finora esistente⁶) non possono essere regolate.

Passando a considerare il profilo più propriamente normativo, giudichiamo con favore la scelta di continuare con la tecnica dell'opt-in anche con riferimento alle piattaforme di scambio sul mercato secondario. Inoltre, riteniamo che sia particolarmente opportuno introdurre una serie di regole di condotta necessarie per garantire il rapporto con gli investitori.

In particolare, le garanzie che dovrebbero essere fornite per qualificarsi dovrebbero includere:

- continuità e sicurezza informatica dell'operatività della piattaforma
- trasparenza sulle metodologie di custodia e le coperture assicurative collegate. Qui sarebbe da auspicare l'emergere di un processo di custodia aperto e standardizzato, che possa essere sottoposto all'audit di terze parti.

⁵ Così come ha fatto la Francia (C. Le Moign, *French ICOS - A new method of financing*, AMF, novembre 2018) o la Task Force inglese (CP19/3 CA perimeter guidance consultation, gennaio 2019).

⁶ Peraltro, non esiste al momento alcuna blockchain permissioned su cui poggino ICO a noi note.

Risposta domande

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

A10: Sì, la proposta di definizione di cui al riquadro 4 è idonea a comprendere i modelli di business allo stato noti.

Q11: *I requisiti sopra individuati, 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?*

A11: I requisiti molto generali di cui al riquadro 5 sono ragionevolmente adeguati a limitare i rischi connaturati alla negoziazione delle crypto-attività; difficile, però, pensare che possano essere “neutralizzati” completamente.

Sarà necessario adottare un criterio di proporzionalità affinché le specificazioni di dettaglio risultino efficaci nel limitare i rischi senza risultare eccessivamente stringenti, inducendo gli operatori tecnicamente qualificati a non fare opt-in (come successo con BitLicence nello stato di New York).

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 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?*

A12: Il punto discriminante che sembra non essere esplicitato riguarda le prassi tecniche di custodia delle crypto-attività, per garantire che i gestori delle piattaforme non ne perdano il controllo accidentalmente o se ne possano impossessare in maniera fraudolenta. Questo è estremamente rilevante se i token sono al portatore.

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?*

A13: Questa domanda inserita nel capitolo sulle piattaforme di scambio sembra consentire ancora la confusione tra le piattaforme di scambio che lavorano *off-chain* e la blockchain come registro contabile. Le piattaforme di scambio dovrebbero dare garanzie quanto 1. alla solidità delle scelte tecnologiche, ma qui parliamo di tecnologie “tradizionali”, 2. alle soluzioni di custodia dei crypto-asset, è cruciale mettere a fuoco che gli scandali che hanno coinvolto le borse di scambio non hanno mai riguardato né l'affidabilità della piattaforma, né tantomeno le blockchain, ma fallimenti nelle prassi di custodia.

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?

A14: Sì. Anche con riferimento al secondario, si conferma il favore nei confronti di un regime basato sull’opt-in per l’iscrizione dei sistemi di scambio di cripto-attività.

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?

A15: Un regime transitorio non può essere una sanatoria che condona in via permanente le ICO esistenti, ad esempio Ethereum che nasce come ICO; alternativamente, si potrebbe prevedere un processo di “normalizzazione” retroattiva delle cripto-attività già emesse e scambiate, sebbene risulti complesso e poco probabile che le ICO esistenti abbiano interesse a soddisfare ex-post i criteri del regime di opt-in.