Borsa Italiana

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

Risposta alla consultazione in tema di offerte iniziali e scambi di cripto-attività in connessione con la recente diffusione di operazioni di *Initial Coin Offerings* (ICOs) aventi ad oggetto *crypto-assets* nelle quali investono i risparmiatori *retail*

Premessa

Borsa Italiana manifesta apprezzamento per la possibilità di contribuire alla consultazione in oggetto e per l'attenzione con la quale Consob monitora l'evoluzione della tecnologia *blockchain* e più in generale l'innovazione digitale applicata al settore finanziario.

Borsa Italiana e il gruppo London Stock Exchange da tempo stanno esplorando e sperimentando i benefici tecnici e sistemici che potrebbe portare con sé l'utilizzo delle nuove tecnologie conducendo parallelamente attente analisi di *risk assessment*.

Tra le altre, il Gruppo London Stock Exchange partecipa al *regolatory sandbox*[1] costituto dall'FCA per testare l'integrazione della *distributed ledger techology* all'interno delle piattaforme di *listing* e di negoziazione con riferimento agli strumenti *equity*.

Al proposito si sottolinea che il tema della trasformazione digitale nel settore finanziario non riguarda solo la tematica delle Initial Coin Offerings, oggetto del documento di consultazione, ma ha una valenza più ampia e strategica per il mercato italiano.

Più nel dettaglio, i benefici (e i rischi) connaturati all'utilizzo di strumenti digitali, quali la "*tokenization*", andrebbero analizzati anche all'interno delle regole e degli assetti attuali e tradizionali (ad esempio nel perimetro MIFID). Ciò per supportare un

[1] https://www.fca.org.uk/firms/regulatory-sandbox/cohort-5

cambio di passo e uno sviluppo organico di tutto il sistema finanziario, aumentando la capacità di attrarre nuovi investitori.

La tokenizzazione degli strumenti finanziari ha valore e potenzialità sia per le infrastrutture di *trading* e *post trading* intese nella loro interezza (come sta dimostrando anche lo scenario competitivo) sia per ambiti della filiera più limitati come nel caso dei mercati per l'accesso ai capitali da parte delle PMI, micro-imprese e *start-up*.

La tecnologia blockchain può essere utilizzata come fattore abilitante della revisione ed innovazione di processi-servizi già oggi esistenti. Per realizzare pienamente le potenzialità di queste tecnologie, tuttavia, è essenziale adottare un approccio integrato, considerando anche le possibili interazioni con altre tecnologie innovative quali ad esempio la robotica, intelligenza artificiale, machine learning ecc.

La trasformazione dovrebbe essere comunque condotta in base a modalità graduali e proporzionate, innovando senza effetti disruptive per il sistema nella sua interezza.

Per questi motivi, Borsa Italiana ritiene che l'approccio regolamentare delineato dalla Consob vada nella giusta direzione nella misura in cui mira a far emergere, tramite il meccanismo dell'*opt-in*, le caratteristiche distintive e le migliori prassi di settore.

A tal proposito si sottolinea in ogni caso l'importanza di mantenere l'approccio in linea con il principio di cd. "neutralità tecnologica", evidenziando come l'utilizzo delle nuove tecnologie, per quanto risulti elemento fondante e comune a tutte le iniziative considerate, non possa considerarsi l'unico driver per la definizione di un perimetro regolamentare *ad hoc*, ma che a tal fine occorre necessariamente integrare elementi qualitativi che lo distinguano dalle altre fattispecie già regolamentate.

Borsa Italiana ha osservato che allo stato attuale si riscontrano approcci regolamentari eterogenei a livello internazionale, anche all'interno del panorama europeo e sostiene che sia opportuno tendere a una standardizzazione delle norme al fine di prevenire strategie di arbitraggio regolamentare.

In via generale Borsa Italiana sottolinea in ogni caso l'importanza di sistemi tecnologici sicuri, trasparenti e *high-performing* in quanto essenziali nei diversi mercati (anche non finanziari) per tutelare gli investitori (e consumatori) e per contribuire alla stabilità finanziaria e alla fiducia degli utenti di tali sistemi.

Il tema della *cybersecurity* è strategico per gli operatori e per le autorità domestiche e internazionali per assicurare ed accrescere la *resilienza* sia a livello interno sia a livello di sistema con l'obiettivo di prevenire e contrastare le minacce informatiche legate allo sviluppo delle nuove tecnologie e dell'economia digitale.

Ritornando all'oggetto della consultazione, la materia dell'emissione e della circolazione dei *crypto-asset* rappresenta un'area finora inesplorata dal punto di vista regolamentare che necessita, anche per il suo elevato e spesso non conosciuto rischio per gli investitori, di un intervento preciso per la tutela degli investitori stessi e per essere di stimolo alla crescita economica.

Considerazioni generali:

Come anticipato nella premessa, Borsa Italiana condivide la necessità di condurre un esercizio definitorio in materia di cripto-attività, tenendo conto anche dei legami esistenti tra offerte di nuovi *token* e altri *asset* digitali, come le criptovalute. Per questo ritiene che le definizioni debbano essere costruite in modo sufficientemente flessibile, tale da non inibire l'innovazione in atto, dato che i modelli stessi di emissione di nuovi *token* o di nuove criptovalute sono in continua evoluzione.

Borsa Italiana evidenzia inoltre la necessità di costruire modelli di collocamento equi e tali da garantire un adeguato numero di possessori finali di *token*, soprattutto in ottica di ammissione alle negoziazioni degli stessi sul mercato secondario.

Per quanto riguarda la tutela degli investitori, Borsa Italiana sottolinea l'importanza della gestione dei seguenti rischi sia da parte delle piattaforme per l'offerta di cripto-attività che da parte delle piattaforme di negoziazione delle stesse:

- rischi connessi all'esigenza di costituire un collegamento tra l'attività di negoziazione e le attività di post negoziazione gestite tramite *blockchain*;
- rischi connessi alla stabilità della specifica *blockchain* di riferimento;
- rischi connessi alla sicurezza nella custodia e nella gestione dei trasferimenti delle cripto-attività;
- rischi di insolvenza dei partecipanti, anche tenuto conto dell'accesso diretto dei clienti finali ad alcune piattaforme di *exchange*.

Analisi ed altre considerazioni:

In relazione alle *Initial Coin Offerings*, Borsa Italiana evidenzia anche i seguenti aspetti:

- nel primo trimestre del 2019 si è verificata una notevole riduzione dei capitali raccolti tramite ICO rispetto al medesimo periodo del 2018 (Fonti: *BitMEX Research* e dati rilevati su icodata.io);

- secondo alcuni studi, quasi il 90% delle ICO del 2017 è da considerarsi "*scam*" o si riferisce a progetti falliti (Fonte: *Satis Research*);
- i modelli stessi di emissione di nuovi *token* o di nuove criptovalute sono in continua evoluzione. Recentemente si è sviluppato il fenomeno delle *Initial Exchange Offering* (IEO), che consiste nel collocamento di *token* di nuova emissione esclusivamente attraverso piattaforme di negoziazione (*exchange*);
- il modello ICO tradizionale può portare a un'elevata concentrazione di *token* tra pochi soggetti, dal momento che durante le operazioni di ICO in alcuni casi è possibile aumentare la probabilità di assegnazione dei *token* offrendo commissioni più alte ai *miner* (ad es. tramite modifica del c.d. *gas* nelle transazioni Ethereum);
- si sono rilevati i seguenti modelli alternativi alle ICO:
  a) STO (*Security Token Offering*);
  b) ICCO (*Initial Convertible Coin Offering*);
  c) SAFT (Simple Agreement for Future Tokens);
  d) IDO (*Initial Digital Offering*);
  e) IICO (*Interactive Initial Coin Offering*);
  f) ISA (*Initial Supply Auction*);
  g) *Airdrop;*
  h) Emissione di *token* pre-ICO.
- In alcuni casi l'emissione e la diffusione di nuovi *token* o di nuove criptovalute è avvenuta senza ICO. In altri casi si è assistito alla "tokenizzazione" di attività finanziarie già emesse e negoziate sui mercati finanziari.

In tale contesto Borsa Italiana sottolinea l'importanza degli aspetti definitori e di tassonomia, che non possono prescindere dalla natura del valore rappresentato dalle diverse tipologie di *token*.

Una possibile classificazione dei *token* prevede la distinzione tra le seguenti tipologie:

a) *utility token*, che offrono accesso futuro ai servizi o ai prodotti dell'emittente;
b) *security token*, che possono rappresentare strumenti finanziari;

c) *commodity token*, che presentano caratteristiche simili alle *commodity* e ai metodi di pagamento.

Di seguito si espongono le risposte di Borsa Italiana alle domande poste dalla Consob nel documento di consultazione.

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?

Borsa Italiana concorda con l'approccio della Consob di definire le cripto-attività. L'individuazione di una categoria autonoma appare infatti funzionale a delineare un approccio regolatorio a sé stante in materia e a introdurre maggior chiarezza sull'identità e sulla classificazione di questi prodotti. Questa tassonomia può poi consentire e facilitare l'avvio di iniziative di elaborazione da parte dell'industria di appositi indici dedicati alle cripto-attività che possono ulteriormente stimolare la standardizzazione dei modelli operativi e la effettiva funzionalità dei sistemi di scambi. La definizione potrebbe essere integrata con un riferimento alla fungibilità del *token* funzionale alla scambiabilità nel mercato secondario che rappresenta parte del binomio definitorio.

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?

Borsa Italiana sottolinea che, data l'evoluzione delle diverse modalità di creazione ed emissione degli *asset* digitali, le caratteristiche menzionate nella Q2, pur essendo fondamentali nella definizione di alcune tipologie di *token*, non appaiono sufficienti a disciplinare tutte le tipologie di cripto-attività esistenti sul mercato (qui intese in senso lato, considerata la diversa natura e utilizzo delle stesse).

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)?

Borsa Italiana considera la definizione proposta sufficientemente precisa per poter escludere con chiarezza le fattispecie non idonee a costituire oggetto di trattazione secondo l'approccio delineato nel documento. Tuttavia, si ritiene che la categoria di *crypto-asset* così come descritta nel documento di consultazione non ricomprenda tutte le diverse tipologie di *token* disponibili nel settore.

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)?

Allo stato attuale, Borsa Italiana è dell'opinione che non sia prioritaria l'introduzione di soglie di esenzione volte a graduare i diversi presidi posti a tutela degli investitori. Non si esclude tuttavia la necessità di rivalutare tale posizione dopo un periodo di osservazione iniziale.

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.

Non si ravvisano criticità quanto alla proposta di ampliamento, a condizione che le due attività vengano tenute separate tra loro anche da un punto di vista organizzativo.

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)?

Borsa Italiana sottolinea che, per soddisfare le esigenze di tutela degli investitori, i soggetti abilitati alla gestione di piattaforme per l'offerta di cripto-attività possono essere anche dei soggetti diversi dai gestori di piattaforme di *crowdfunding*, ma a condizione che questi rispettino adeguati requisiti e che siano implementati presidi e controlli anche in termini di sicurezza e custodia degli *asset* gestiti.

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?

Borsa Italiana condivide la previsione di un regime di *opt-in*.

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)?

Borsa Italiana concorda con la creazione di uno stretto collegamento fra l'offerta di cripto-attività di nuova emissione, realizzata per il tramite di piattaforme vigilate, e il loro successivo accesso ad un sistema di scambi anche ai fini di facilitare lo sviluppo della liquidità dei *token* sul mercato secondario. Non si ritiene, tuttavia, che il modello di collocamento iniziale tipo ICO sia da considerarsi un requisito per la negoziazione di *token* sul mercato secondario.

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

Borsa Italiana concorda con l'approccio della Consob di inserire dei requisiti minimi per i soggetti che emettono *crypto-asset* in modo che queste attività saranno ammesse anche alla negoziazione su un mercato secondario. Dovrebbero essere definiti requisiti minimi in termini di dimensione dell'offerta, di adeguata diffusione dei *token*, di stabilità e di sicurezza della *blockchain* di riferimento.

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?

Borsa Italiana concorda con la proposta di Consob di introdurre una definizione per i sistemi di scambi di cripto-attività e la ritiene idonea a comprendere i diversi modelli di business di circuiti per la negoziazione di cripto-attività.

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?

Borsa Italiana condivide i requisiti individuati da Consob per l'ottenimento della qualifica di sistemi di scambi di cripto-attività e ritiene che allo stato attuale i criteri illustrati consentano di gestire i principali rischi connessi alla negoziazione di cripto-attività. Si sottolinea che la presenza o meno di alcuni rischi connaturati alla negoziazione di cripto-attività dipende anche dal modello di servizio e di organizzazione adottato dalla piattaforma di negoziazione.

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 finanziare, 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?

Borsa Italiana sottolinea la rilevanza dei seguenti aspetti nella gestione di un sistema di negoziazione di critpo-attività, già in parte menzionati nel riquadro 5 del documento di consultazione:

- collegamento tra sistemi di *trading* e *blockchain*,
- gestione del rischio di *default* dei partecipanti al mercato, anche in considerazione dell'accesso diretto degli investitori in alcuni modelli di *exchange*;
- gestione della sicurezza e della custodia delle cripto-attività;
- gestione di eventuali modifiche che interessano la *blockchain* sottostante, quali ad esempio le operazioni di *fork* e di *block re-organisation;*
- problematiche connesse alla validazione delle transazioni tramite consensi dei nodi e gestione dei rischi di *double spending;*
- procedure di gestione dell'eventuale dismissione della *blockchain* sottostante.

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?

Con riferimento al livello di sicurezza del registro distribuito su cui vengono registrati e trasferiti i *crypto-asset*, Borsa Italiana ritiene che debbano essere tenuti in considerazione i seguenti fattori:

- numero e distribuzione geografica dei nodi;
- ruolo dei *miners*;
- tipologia di *blockchain* (*permissionless* o *permissioned*);
- numero minimo di conferme per le transazioni e velocità di produzione delle stesse;
- modalità di gestione dei rilasci da parte dei *team* di sviluppatori;

- stabilità della rete e probabilità del c.d. 51% *attack*.

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?

Borsa Italiana condivide la scelta di Consob di introdurre anche in questo caso un meccanismo libero di *opt-in* che consente agli operatori di scegliere se inscriversi nel registro dei sistemi di scambio di *crypto-asset* e di sottostare, così, ad una regolamentazione precisa oppure se continuare a negoziare i loro *token* al di fuori di una piattaforma regolamentata.

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?

Borsa Italiana condivide la necessità di introdurre un regime transitorio che dia la possibilità ai *token* già emessi di essere ammessi alle negoziazioni sui sistemi di scambi per cripto-attività, appositamente creati ed autorizzati da parte dalla Consob ed organizzati e riservati a condizione che l'organizzatore del sistema di scambi registrato abbia verificato la sussistenza e la pubblicità di adeguate informazioni per gli investitori sui *token* scambiati.

Paola Fico *Head of Capital Markets Regulation and Regulatory Compliance, Borsa Italiana* ***Capital Markets, LSEG***	Elena Vantellini *Head of Secondary Markets & Infrastructures Regulation, Borsa Italiana* ***Capital Markets, LSEG***