



ASPETTI LEGATI ALLA NEGOZIAZIONE DEI TOKEN

Prof.ssa Cristiana Schena, Università dell'Insubria

Milano, 21 maggio 2018

ALCUNE CONSIDERAZIONI GENERALI

- Molto apprezzabile l'**apertura alla discussione** dell'Autorità, in una logica di confronto e condivisione tra industria, imprese *tech*, accademia, *policymakers*.
- In attesa delle decisioni UE, **approccio proattivo** alla regolamentazione delle innovazioni tecnologiche che si rivolgono in larga misura al pubblico *retail*, al fine di preservare la **tutela degli investitori** e l'integrità/stabilità dei mercati (*no rischi sistemici*)
- **Reputazione** degli operatori

Le motivazioni delle riflessioni sulle ICOs collegate ai vari «perimetri normativi» vigenti:

- Creazione di circuiti diretti di finanziamento delle **imprese** (*regolamentazione IPO*), escludendo *token* connessi ad asset illiquidi.
- Moltiplicazione dei mercati di scambio di *token*, anche ad opera di *incumbent* (*regolamentazione dei mercati secondari*)
- ICOs ampiamente indirizzate a investitori retail (*disciplina di tutela degli investitori*)
- I sistemi *blockchain* pongono problemi di anonimato, che possono lasciar spazio a atti illeciti e frodi (*normativa AML*)

Ambito della discussione: ciò che non è qualificabile strumento/prodotto finanziario ai sensi MiFIDII/MiFIR, ma **assimilabile**, viene assoggettato a **normativa specifica** (utile per contenere casi di elusione delle norme, in attesa di scelte UE e per creare le condizioni di equilibrato sviluppo del mercato italiano, anche in considerazione dei passi che stanno compiendo altri Stati membri).

Scelte applicative: **riserva di attività** (applicazione generalizzata, che comporta registrazione, autorizzazione e controllo di tutte le piattaforme di emissione e negoziazione) oppure **regime *opt-in*** (volontarietà di adesione), con **differenti conseguenze in termini di efficacia del perseguimento dell'obiettivo di tutela degli investitori e di omogeneità di trattamento a parità di attività svolta/strumento offerto (cripto-attività).**

È OPPORTUNO REGOLAMENTARE I SISTEMI DI SCAMBIO DI CRIPTO-ATTIVITÀ NON QUALIFICABILI COME STRUMENTI FINANZIARI?

Documento CONSOB

- I sistemi di scambi dedicati consentono ai sottoscrittori di **smobilizzare i crypto-asset** (*trading*)
- Possono essere funzionali anche alle attività di *custody* e trasferimento dei *token* (*post-trading*)
- Nella pratica prevalgono le **piattaforme centralizzate**: un fornitore unico del sistema di *trading* (*exchange*) e di *post-trading* (*wallet per custodia e trasferimento dei token*).

Spunti di riflessione

- L'esistenza di un **sistema di scambi** (mercato secondario) favorisce l'emissione dei *token* per il reperimento di risorse (mercato primario), poiché rappresenta un fattore che **aumenta la liquidità e, quindi, la negoziabilità, a vantaggio del sottoscrittore**. **L'efficienza del mercato secondario è importante anche per gli emittenti.**
- Nell'ottica della **tutela degli investitori retail**, la **disciplina del mercato secondario assume piena rilevanza**, poiché garantisce **controlli** su qualificazione dei partecipanti e correttezza di comportamento, su procedure di determinazione del prezzo e di legittimazione delle transazioni nella fase di esecuzione degli ordini, ecc.
- Scelta di regolare solo le crypto-attività destinate alla negoziazione in sistemi di scambio (riq. 1) porta con sé l'opportuna esigenza di definire **parametri minimi di governance e operatività** per le piattaforme (criterio di proporzionalità?)
- Possono emergere criticità derivanti dall'utilizzo dello **stesso provider per i servizi di trading e custody**? (potere di mercato, trasparenza e correttezza nel *pricing dei singoli servizi*, ecc.) .
- Esiste un problema relativo alla **gestione dei conti** legato ai servizi di custodia?

I SISTEMI DI SCAMBIO DI CRIPTO-ATTIVITÀ: AMBITO DI INTERESSE E DEFINIZIONE

Documento CONSOB

- Interessano le crypto-attività emesse e trasferite ai sottoscrittori tramite DLT (*blockchain*)
- RIQUADRO 4: Sotto il profilo definitorio, potrebbe quindi codificarsi la nozione di **“sistema di scambi di crypto-attività” quale insieme di regole e di strutture automatizzate, che consente di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di crypto-attività e di dare esecuzione a dette proposte, anche attraverso tecnologie basate su registri distribuiti.**
- **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?**

Spunti di riflessione

- **La definizione pare sufficientemente ampia** (anche se il documento si concentra su crypto-attività emesse e trasferite ai sottoscrittori tramite *blockchain* inteso quale sinonimo di DLT)
- Opportunità di una **definizione precisa, ma al contempo ampia** che consenta di **evitare nel tempo la «rincorsa» delle innovazioni** dei *business model* e dei sistemi tecnologici (evoluzione rapida e intensa)

I BUSINESS MODEL DELLE PIATTAFORME

Documento CONSOB

1. Piattaforme con **book di negoziazione** (*platform with order book*, che provvede al *matching* degli ordini)
2. Piattaforme che permettono la **negoziazione diretta** tra le parti (P2P o direct trading)
3. Piattaforme con **dealer** che negozia con un proprio *book* (*dealer type model*)

Spunti di riflessione

- Ulteriori riflessioni riferite al funzionamento delle piattaforme:
 - Volumi significativi e concentrati sui singoli sistemi di scambi per assicurare **significatività alla frequenza delle contrattazioni e del prezzo?**
 - Le **informazioni** su prezzo e volumi sono **pubblicamente disponibili?**
 - È possibile/utile prevedere una figura di **liquidity provider?** (distinto da sistema di scambi)
 - Il *business model* può influire sulle **modalità di esecuzione degli ordini?** E sui **rischi** di negoziazione?

REGIME DI OPT-IN

Documento CONSOB

- Previsto per non ostacolare l'innovazione e non creare categoria «chiusa»
- Si prevedono **INCENTIVI (deroghe disciplinari)** alla scelta del sistema regolato per l'emittente/offerente/promotore e per gestore dell'exchange (**doppio regime di opt-in**)
- Previsto **label** per sistemi regolati (**registrazione presso la Consob** del sistema di scambi)

Spunti di riflessione

- Il meccanismo dell'*opt-in* sulle emissioni di ICOs potrebbe essere una possibilità riconosciuta in attesa di una normativa armonizzata a livello europeo (riserva di legge o *opt-in*?): **un passo per la qualificazione del mercato** di crypto-attività in Italia, cercando di regolare il fenomeno esistente.
- La previsione di *opt-in* sul sistema di scambi risolve il problema della scarsa prevedibilità della negoziazione
- È una soluzione **alternativa** alla **estensione della normativa a tutte le emissioni di ICOs** definite da Consob, **affiancata dalla previsione di soglie** dimensionali che agevolino lo sviluppo del mercato secondario. La previsione di soglie minime relative alle emissioni comporterebbe esenzione di larga parte delle ICOs realizzate sul mercato (esigenze di PMI).
- Il tema implica una riflessione sugli **effetti comportati dal regime di opt-in**:
 - Il regime *opt-in* costituisce un «segnale» **sufficiente per gli investitori retail**? Per l'investitore retail è **sufficiente il label**? Esiste un tema di educazione finanziaria e di consapevolezza dei rischi collegati all'agire in mercati non regolamentati e dei rischi specifici delle CA?
 - Possibile scelta (o affiancamento) tra *label* e imposizione di un **disclaimer alle «non regolate»**, ma a condizione che sia previsto un registro per la pluralità di exchange (analogamente a registro UE previsto per *crowdfunding* in assenza di opt-in), consentendo agli iscritti di negoziare ICOs non regolate previa evidenziazione del *disclaimer* che fa riconoscere la piattaforma come non aderente al regime regolato.

REGIME DI OPT-IN RIFERITO ALLA NEGOZIAZIONE

Documento CONSOB

RIQUADRO 5 - SCELTE DISCIPLINARI:

Opzione 1: previsione che **solo** le **emissioni** di cripto-attività che abbiano costituito oggetto di offerta al pubblico attraverso una o più piattaforme **regolate possono essere ammesse agli scambi**.

Opzione 2: **iscrizione, su domanda** dell'organizzatore (**opt-in**), del sistema di scambi di cripto-attività **in un apposito registro della Consob**.

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?

Spunti di riflessione

- **L'opzione 1** prevede che solo le emissioni regolate possano sfociare in negoziazioni regolate. **Restringerebbe molto il campo ai casi che, peraltro, potrebbero manifestarsi «naturalmente».**
- **L'opzione 2** prevede che tutte le cripto-attività (come definite da Consob) possono essere oggetto di negoziazione regolata, se il sistema di scambi si registra. **Preferibile, poiché consentirebbe di estendere il controllo ad una più ampia casistica, a condizione che le cripto-attività non regolate in fase di emissione presentino le necessarie caratteristiche richieste per la negoziazione.**

REQUISITI PER L'ISCRIZIONE AL REGISTRO DEI SISTEMI DI SCAMBI

Documento CONSOB

RIQUADRO 5 – I **SOGGETTI** che possono chiedere iscrizione:

- gestori delle sedi di negoziazione,
- gestori di portali di *equity crowdfunding*,
- i soggetti che gestiscono le piattaforme per le offerte di cripto-attività,
- ulteriori soggetti, che rispettano requisiti di carattere soggettivo stabiliti *ad hoc* dalla Consob.

RIQUADRO 5 – **LE CONDIZIONI** per l'iscrizione:

- a) regole e procedure per svolgimento scambi, selezione delle cripto-attività, accesso al sistema, identificazione dei partecipanti;
- b) pubblicazione informazioni aggiornate;
- c) procedure per identificare e gestire i rischi ai quali è esposto il sistema;
- d) misure per favorire il regolamento efficiente delle operazioni di negoziazione effettuate tramite blockchain;
- e) presidi di organizzazione e funzionamento (ad es. in materia di continuità operativa e sicurezza informatica);
- f) 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.

Spunti di riflessione

- Opportunità di regole di *governance* e struttura di controlli interni: creare **incentivo alla correttezza di comportamento ed alla efficace gestione dei rischi**.
- Opportunità di **distinguere i presidi dei rischi per piattaforme centralizzate e decentralizzate**

TEMI DI CONFRONTO

Documento CONSOB

- **Q11: I requisiti 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 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?**

Spunti di riflessione

- Le cripto-attività possono essere strumenti complessi e poco trasparenti
- La standardizzazione è condizione essenziale per la negoziabilità
- Si potrebbe valutare la previsione di **requisiti minimi di trasparenza e standardizzazione** degli strumenti per l'ammissione al collocamento/negoziazione tra investitori *retail*.
- È necessario che le piattaforme (e in maggior misura quelle centralizzate) si dotino di **procedure resilienti agli attacchi informatici e ai cyber risk in generale**
- **Strutture di post-trading accentrato** potrebbero essere più efficienti in tal senso, ma pongono il tema della affermazione di uno standard specifico e del potere di mercato

TEMI DI CONFRONTO

Documento CONSOB

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?

Spunti di riflessione

- Utilità di un continuo dialogo e confronto con le imprese tecnologiche, le università e i centri di ricerca, i forum internazionali.

L'IDENTIFICAZIONE DEI PARTECIPANTI AL SISTEMA DI SCAMBIO

Documento CONSOB

Sarebbe opportuno prevedere che i sistemi di scambio, a prescindere dal business model adottato, 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 (DLT)** 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.

Spunti di riflessione

- Alcuni Autori osservano che anche i sistemi *permissionless* (ad es. Ethereum) consentono l'identificazione.
- Al di là del necessario chiarimento sui temi tecnici, **l'identificazione è punto essenziale nell'ambito di un sistema regolamentato**. È noto che i sistemi *blockchain* sono in grado di assicurare la tracciabilità delle operazioni e, al contempo, di garantirne l'anonimato. Ciò può consentire (come avvenuto nell'ambito delle monete virtuali) **elusione dei controlli, sviluppo di attività illecite, fenomeni di riciclaggio di denaro, di evasione fiscale e di frodi** (ESAs, 2018. Underwood, 2018).
- Importanza dei presidi AML (ESMA, 2019).
- Il tema del riconoscimento è rilevante anche per una corretta e trasparente **attribuzione dei diritti** (patrimoniali e non) **incorporati nel token**

TEMI DI CONFRONTO

Documento 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?

Spunti di riflessione

- Potrà essere più puntualmente valutato alla luce delle scelte che saranno operate in ordine al **meccanismo di *opt-in***.
- In ogni caso la prosecuzione degli scambi di *token* già emessi dovrebbe poter essere consentita **non in modo «automatico»**, ma **previa verifica** della sussistenza delle condizioni e requisiti posti dalla disciplina: opportunità dell'uniformità di trattamento delle negoziazioni «regolate» e di pari tutele per gli investitori.
- Sarebbe anche auspicabile un **veloce adeguamento** dell'operatività delle piattaforme di exchange **ai nuovi standard**