



Roma, 12 giugno 2019

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

Prot. n. 132/19

Inviata per il tramite del SIPE – Sistema Integrato per l’Esterno

Risposta al documento per la discussione Consob avente ad oggetto le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività.

Premessa. L’Assogestioni intende anzitutto ringraziare per l’opportunità di formulare osservazioni sul documento di discussione in oggetto (di seguito, il “Documento”).

In generale, si esprime apprezzamento per la scelta di avviare un dibattito a livello nazionale sul tema delle offerte iniziali e degli scambi di cripto-attività, pur se 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 nel novero dei valori mobiliari.

Invero, gli aspetti definitori delle cripto-attività rappresentano, ad avviso di questa Associazione, l’elemento fondamentale per consentire agli operatori di individuare con maggior certezza la disciplina applicabile.

Un intervento definitorio del fenomeno in esame dovrebbe peraltro essere coordinato a livello nazionale con la Banca d’Italia e il Ministero dell’Economia e delle Finanze, anche tenuto conto di quanto previsto dall’art. 18, comma 5, del D.lgs. n. 58/1998.

1. Aspetti definitori.

L’approccio seguito da codesta spettabile Autorità è stato quello di condurre un esercizio definitorio al di fuori del perimetro degli strumenti finanziari e prodotti di investimento. Il Documento non riconduce le cripto-attività neanche alla categoria, presente nel nostro ordinamento, dei prodotti finanziari. In sostanza, l’Autorità mira alla individuazione di una categoria *ad hoc*, diversa dagli strumenti e dai prodotti finanziari, cui ricollegare una disciplina specifica e meno onerosa.

La definizione di cripto-attività che viene proposta dalla Consob vuole dare anzitutto evidenza, riprendendo le parole contenute nel Documento, alla natura di “*registrazioni digitali rappresentative di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali*”. Inoltre, mantenendo ferma la sussistenza dell’elemento



dell'investimento (che è comune a strumenti finanziari e prodotti finanziari), prevede quali ulteriori elementi a) l'impiego di tecnologie innovative, tipo *blockchain*, e b) la destinazione alla successiva negoziazione dei *token*.

L'individuazione di una definizione *ad hoc* consentirebbe, ad avviso dell'Autorità, di contenere l'onere di condurre una valutazione caso per caso e di meglio regolare il fenomeno tenendo conto delle sue peculiarità.

Si tratta, invero, di un esercizio definitorio che, seppur simile a quello delineato da altre Autorità di vigilanza (come l'AMF) non sembra, ad avviso di questa Associazione, la scelta più efficiente da cui partire per iniziare un dibattito in ordine alla regolamentazione del fenomeno, anche in un'ottica di futura armonizzazione dello stesso a livello europeo.

In particolare, pur consapevoli che le cripto-attività possono avere caratteristiche peculiari (si consideri ad esempio il caso dei c.d. *hybrid-token*), Assogestioni ritiene che debba essere approfondito il tema della riconducibilità delle cripto-attività nelle definizioni di strumenti finanziari e prodotti finanziari. Come già anticipato, tale approfondimento dovrebbe inoltre necessariamente essere condiviso, oltre che con la Banca d'Italia e il Ministero dell'Economia e delle Finanze, anche in sede ESMA, ai fini di una futura revisione della MiFID II, così da garantirne la coerenza a livello europeo.

Un approccio condivisibile potrebbe essere, ad esempio, quello che ci risulta essere stato adottato dall'Autorità di vigilanza tedesca (BaFin), per la quale sembra che le cripto-attività possano qualificarsi, *inter alia*, quali *securities* (e quindi strumenti finanziari) se rispettano i seguenti criteri: a) siano trasferibili; b) siano negoziabili sui mercati organizzati; c) siano caratterizzate dalla incorporazione di diritti nel *token* (sia che si tratti di diritti azionari, sia che si tratti di diritti di credito, o di diritti a questi assimilabili); d) non siano classificabili come strumenti di pagamento.

Una riconduzione delle cripto-attività all'interno delle categorie degli strumenti finanziari e dei prodotti finanziari oltre a fornire maggiore certezza agli operatori, consentirebbe sia di considerare anche quelle cripto-attività che non sono connesse all'investimento in progetti imprenditoriali (che appaiono altrimenti escluse dalla definizione fornita da codesta rispettabile Autorità), sia di superare la non sempre agevole capacità di riscontrare, nella fase di offerta, il requisito della destinazione successiva alla negoziazione su una *trading venue*.

In ogni caso, pur trattandosi di un tema da valutare in seguito a una più approfondita definizione del fenomeno, si riconosce che, in ragione delle peculiari caratteristiche delle cripto-attività, alcune regole attualmente in vigore per gli strumenti finanziari e i prodotti finanziari potrebbero richiedere un adattamento nell'ottica di concepire una disciplina che possa coniugare la fondamentale esigenza di tutelare gli investitori e garantire la stabilità dei mercati con l'altrettanto importante esigenza di non ostacolare l'innovazione finanziaria. In proposito, ci limitiamo ad osservare che la riconduzione delle cripto-attività nell'alveo degli strumenti e dei prodotti finanziari



non esclude che possano essere previste delle deroghe alla disciplina o disposizioni particolari, che tengano conto delle specificità del fenomeno in esame.

Ferma l'auspicabilità della riconduzione delle cripto-attività all'interno delle categorie degli strumenti finanziari e dei prodotti finanziari, per tutte le ragioni sopra esposte, resta inteso che per le cripto-attività intrinsecamente non riconducibili nell'alveo degli strumenti finanziari o prodotti finanziari, si condivide la scelta di creare un *framework* regolamentare su misura, piuttosto che semplicemente ritenere tali tipologie di attività al di fuori di ogni ambito di regolazione e di non adottare alcuna azione.

2. Piattaforme per le offerte di cripto-attività e sistemi di scambi di cripto-attività.

In generale, con riferimento allo svolgimento delle offerte in sede di emissione delle cripto-attività in un contesto *blockchain*, si nutrono talune perplessità in merito alla conciliabilità della volontà di regolamentare il fenomeno nella sua globalità con la volontà di lasciare liberi gli operatori di scegliere se assoggettarsi alla regolamentazione o meno, dal momento che i soggetti che decidessero di non aderirvi potrebbero operare in piena libertà.

Con riguardo, poi, all'utilizzo della tecnologia *blockchain*, ci si limita ad auspicare che sia richiesta l'adozione di procedure idonee a ostacolare gli attacchi informatici e a trattare efficacemente il *cyber risk* in generale. Inoltre, per quanto riguarda l'aspetto relativo alla sfera di anonimato nella quale possono agire i soggetti che effettuano le transazioni, si rileva che, sebbene una delle principali finalità della normativa sia quella di tutelare gli investitori - i quali dovrebbero poter investire in tali attività nella certezza di una serie di regole volte a tutelare le proprie posizioni - l'impossibilità di risalire ai soggetti ai quali le transazioni sono attribuite costituisce un ostacolo al raggiungimento di tale finalità. Il tema della identificazione dei soggetti che operano nel sistema, infatti, ha implicazioni su più profili, sia per quanto riguarda la prevenzione e il contrasto di attività illecite (e, in questo ambito, la necessità di garantire l'effettività dei presidi posti dalla normativa antiriciclaggio), sia per quanto riguarda una corretta attribuzione dei diritti connessi all'acquisto e alla vendita delle cripto-attività.

Nel rimanere a disposizione per ogni ulteriore chiarimento si renda necessario, si inviano i migliori saluti.

Il Direttore Generale