

Dal documento Consob in materia di Ico e cripto-scambi, in consultazione fino al 19/5

Token, attività su doppia via

Se lo strumento è finanziario cambia il ruolo dell'autorità

Pagina a cura
di SAVINO CASAMASSIMA
E ANDREA POLIZZI

L'attività dei token procede su doppio binario a seconda che essa sia assimilata a strumenti o prodotti finanziari (investment-token o security-like-token) o non abbia caratteristiche proprie degli strumenti finanziari, ma di un servizio. Di conseguenza cambia anche il ruolo delle autorità finanziarie: «Core» nel primo caso; marginale nel secondo.

La tesi emerge dal documento pubblicato dalla Consob il 19 marzo scorso e su cui è stata aperta una consultazione, fino al 19 maggio prossimo. Oggetto sono le offerte iniziali e gli scambi di cripto attività. O meglio, è l'inquadramento di tutti quegli strumenti digitali (c.d. token), potenzialmente rappresentativi di un investimento finanziario, negoziabili su piattaforme digitali che ne consentono l'immediata sottoscrizione ed il libero scambio.

Il documento si pone l'obiettivo di avviare un dibattito nazionale sul tema, attraverso un invito a fornire, entro due mesi appunto, commenti e proposte sugli argomenti trattati, i quali saranno resi noti in un'audizione pubblica. L'invito si rivolge espressamente a una platea molto ampia di referenti, professionali e non, e prelude, implicitamente, a una successiva probabile regolamentazione da parte della stessa Consob.

Il contesto italiano. La prima riflessione da effettuare sul documento riguarda l'approccio di Consob relativamente alla materia, dal momento che il documento non rappresenta una bozza di regolamentazione per la consultazione, come avviene usualmente, ma, partendo da un passo indietro, il regolatore chiede al mercato di fornire commenti e proposte e, contestualmente, fornisce una propria visione iniziale, anche relativamente alla normativa esistente in altri Paesi.

L'obiettivo della Consob è quello di evitare di cimentarsi immediatamente nella predisposizione di una regolamentazione, seppur in bozza, di un mercato fluido e frammentato, ma di far precedere tale momento da una fase di consultazione che consenta un confronto ampio e identifi chi un terreno comune per una successiva possibile elaborazione di una prima regolamentazione.

Si segnala, per completezza, che anche la Banca

Il documento Consob del 19 marzo 2019

Oggetto dell'analisi preliminare di Consob	Consultazione con il mercato su offerte primarie di cripto-attività (ovvero token) aventi contenuto finanziario e gestione delle cripto-attività su piattaforme digitali
Fenomeno	La emanazione e sottoscrizione di rapporti giuridici e strumenti finanziari in un «token» (c.d. «tokenizzazione») rappresentativo di un diritto sottostante come azioni, strumenti finanziari partecipativi o titoli di debito dell'emittente
Possibili mercati	I token sono destinati a circolare su piattaforme di scambio digitali (exchange), ovvero «mercati secondari» digitali in cui i sottoscrittori iniziali possono investire e negoziare i loro investimenti
Finalità della ICO	La finalità delle Ico è l'esigenza di raccogliere fondi per il finanziamento di un'attività o di un progetto. Le Ico si caratterizzano per l'utilizzo della tecnologia blockchain o altra tecnologia assimilabile, che permette di disintermediare le infrastrutture tipiche dei mercati dei capitali
Tipologie di cripto attività	<ul style="list-style-type: none"> • token che integrano la tipologia degli strumenti finanziari o dei prodotti finanziari (investment-token o security-like-token) • token di utilizzo che non hanno caratteristiche proprie degli strumenti finanziari come definiti da Consob, ma sono rappresentativi dell'utilizzo di un servizio • token che presentano un mix variabile di caratteristiche, tanto da venire definiti hybrid-token, di più difficile inquadramento rispetto alle vigenti discipline

d'Italia si è recentemente attivata attraverso la pubblicazione di un «Occasional paper», diffuso sempre a marzo, ricognitivo della materia e volto a fornire un contributo certamente utile in questa fase.

Il documento Consob. Una prima lettura evidenzia come una costante iniziale preoccupazione del regolatore sia quella di distinguere, sul mercato tecnologico esistente dei token, lo strumento finanziario da quello non finanziario, con un approccio che presumibilmente in futuro identificherà, da un lato, un mercato regolamentato degli scambi di cripto-attività, in cui il ruolo delle autorità finanziarie sarà «core»; e dall'altro lato, un mercato «libero» in cui, pur permanendo comunque responsabilità di natura civile, il ruolo dell'autorità finanziaria sarà marginale.

Nel primo paragrafo il documento affronta il tema delle Initial coin offering (Ico) e della definizione dei «token» quale strumento tecnologico rappresentativo di un diritto sottostante, avente l'indubbio vantaggio di un'agevole trasferibilità.

Successivamente, vengono ripercorse le iniziative a livello europeo in tema di Ico e di cripto attività, con particolare riferimento a Francia, Regno Unito e Malta. Il secondo paragrafo si sofferma sugli aspetti definitivi, con l'obiettivo di indicare quali siano, rispetto alle cripto-attività, le caratteristiche

distintive della natura prevalentemente finanziaria, che quindi rientrerebbe in un'area regolamentare di piena competenza della Consob. In questo senso, viene ribadito il principio per cui gli investimenti di natura finanziaria si distinguono per (i) impiego di capitale; (ii) promessa/aspettativa di rendimento di natura finanziaria (senza l'apporto di prestazioni da parte dell'investitore diverse dalla dazione della somma di danaro); (iii) assunzione di un rischio relativamente all'impiego di capitale.

Tali caratteristiche, a parere della Consob, sono presenti in molte delle Ico rinvenibili sul mercato, anche se lo stesso regolatore riconosce l'esistenza anche di una categoria differente di proposte, distinta dagli strumenti e dalle offerte finanziarie. La conseguenza è che risulta necessario effettuare un'analisi case-by-case che sia coerente con le caratteristiche dello strumento utilizzato.

Il terzo paragrafo evidenzia l'importanza delle piattaforme utilizzate per le offerte di cripto-attività. In particolare, la Consob a questo proposito anticipa la previsione di un'apposita disciplina relativamente a tali piattaforme, finalizzata a tutelare gli investitori, ma riconosce anche la legittimità delle offerte formulate al di fuori delle piattaforme regolate, a condizione che tale «status» di assenza di

regolamentazione sia chiaramente riconoscibile dalla generalità del pubblico come «situazione di mercato» non assistita dalle garanzie regolamentari.

In tale prospettiva alle piattaforme regolamentate potrebbe essere riservato in futuro un canale «privilegiato» di collocazione e negoziazione dei token di natura finanziaria, in deroga, ad esempio, all'applicazione della disciplina dell'offerta al pubblico e dell'offerta a distanza di prodotti finanziari.

L'ultimo paragrafo concerne i sistemi di scambi di cripto-attività, in cui a fronte della tecnologia esistente (blockchain, exchange ecc.), la Consob auspica l'opportunità di prevedere sistemi di scambio «rafforzati» dotati di regole e procedure idonee per l'accesso e l'identificazione dei partecipanti, in modo tale da rendere inutilizzabili tecnologie ad accesso libero, anche anonimo, per gli aspetti relativi alla gestione dei processi di scambio e di trasferimento delle cripto-attività sul registro medesimo.

Il contesto comunitario ed extra-comunitario. Il documento della Consob arriva in un momento che la stessa autorità finanziaria riconosce essere in rapida evoluzione e, infatti, oltre alle richiamate legislazioni di Francia, Regno Unito e Malta, esistono sul mercato già prospetti regolamentari di «token di investimento» emessi in Austria e Germania, sia sotto forma di

strumento partecipativo che obbligazionario.

Da ultimo, in data 27 febbraio 2019, la Repubblica di San Marino ha emanato il decreto delegato n. 27, avente ad oggetto «Norme sulla tecnologia Blockchain per le imprese», la cui applicabilità in sede Ue è tutta ancora da verificare, ma i cui contenuti risultano certamente innovativi per velocità del processo ed aderenza ai possibili sviluppi sul mercato degli scambi di cripto attività.

In sostanza, quindi, la Consob appare perfettamente consapevole della circostanza che l'assenza di una struttura regolamentare italiana non sia assolutamente preclusiva dell'utilizzo degli strumenti indicati, anche di natura finanziaria ed anche su piattaforme non regolamentate, soprattutto quando ordinamenti, Ue ed extra-Ue, sono già avanti. In tale contesto, la sfida per l'Autorità finanziaria è quella di elaborare, in tempi rapidi, una regolamentazione efficiente, non potendo essere certamente sufficiente un approccio di semplice supervisore passivo, come avvenuto con la sospensione in via cautelare di token di investimento immessi recentemente nel mercato italiano.

Prossimi passi. Nel documento per la discussione, la Consob oltre a illustrare con ampiezza e precisione la situazione del mercato e, con una certa apertura, il proprio punto di vista, indirizza espressamente 15 domande agli operatori, con la richiesta di fornire punti di vista, opinioni e commenti.

Il processo implica una successiva audizione pubblica e messa a disposizione della documentazione anche sul sito della Consob, con un auspicabile «Position paper» da parte della stessa autorità finanziaria prima dell'estate 2019, che possa costituire un primo punto di riferimento per il mercato.

Al momento non è possibile prevedere con certezza se effettivamente la Consob predisporrà successivamente una propria regolamentazione e con quali tempi, come pure quale sarà l'atteggiamento nel periodo «di mezzo» nei confronti dell'attività che il mercato produrrà in questi mesi. Quello però che si può dire sin d'ora è che difficilmente il mercato degli strumenti digitali potrà aspettare tempi regolamentari eccessivamente dilatati. Il rischio è che gli investitori e gli operatori indirizzino le loro opzioni di investimento tecnologico verso altre giurisdizioni e mercati.