

Il Delegato

Londra, 9 febbraio 2021

Prot. 6
Fasc. H.1

Oggetto: *cryptoassets*, la consultazione del Tesoro con la *crypto community* britannica.

Sintesi: il Tesoro britannico ha pubblicato un nuovo *consultation paper* esteso a tutta la *crypto community* nazionale con l'obiettivo di confrontarsi con il settore privato per individuare l'appropriato sviluppo del futuro quadro regolamentare nel settore *crypto*. Ad oggi meno del 4% dei britannici detiene *cryptoassets* ma il settore, anche durante la crisi pandemica, ha dimostrato una rapida e costante espansione. Il governo intende porre le basi di una regolamentazione che miri in primo luogo alla tutela del consumatore *retail* e garantisca che lo sviluppo di tale settore non ponga rischi per la stabilità finanziaria. In particolare, la minaccia posta dalle *stablecoin* impone un rapido inquadramento giuridico delle stesse: il documento propone l'estensione immediata del perimetro regolamentare attualmente vigente alle *stablecoin* nel caso in cui esse vengano utilizzate come mezzo di pagamento, introducendo il concetto di *token in scope* che guarda alla funzione che il *token* stesso svolge più che alla sua natura di *cryptoasset*. Londra, inoltre, sta pensando ad un sistema di *location requirement* per le società che svolgono funzioni di pagamento utilizzando *cryptoasset*, poiché la natura decentralizzata e tipicamente *cross border* di tali *asset* renderebbe necessaria l'imposizione di una sorta di requisito formale che garantisca il loro stabilimento e la loro formale autorizzazione ad operare sul mercato britannico.

Il 7 gennaio u.s. il Ministero del Tesoro britannico (HMT) ha avviato una consultazione pubblica con la *crypto community* nazionale al fine di avviare un dialogo costruttivo con i maggiori *stakeholder* del settore per identificare i prossimi *step* su cui legislatore, regolatore e comunità finanziaria dovranno confrontarsi al fine di assicurare che il quadro regolamentare britannico sia pronto a trarre i benefici derivanti dall'impiego delle nuove tecnologie nel settore finanziario, ad incoraggiare l'innovazione e la concorrenza e possa effettivamente mitigare i rischi per il consumatore garantendo in ultima istanza la stabilità finanziaria. Il *consultation paper* (CP) dal titolo "*UK regulatory approach to cryptoassets and stablecoins: consultation and call for evidence*"¹ fissa la data del 21 marzo p.v. quale termine della consultazione.

¹<https://www.gov.uk/government/consultations/uk-regulatory-approach-to-cryptoassets-and-stablecoins-consultation-and-call-for-evidence>

Il governo britannico monitora attivamente lo sviluppo del settore *crypto* sin dal mese di marzo 2018, ovvero da quando ha creato la **Cryptoassets Taskforce** costituita da HMT, Financial Conduct Authority (FCA) e Bank of England (BoE) per osservarne lo sviluppo². Con il Budget di marzo 2020 (è il piano pluriennale di finanza pubblica) è stata invece annunciata un'azione più incisiva a livello governativo, prefigurando una doppia linea di azione dell'esecutivo in materia di *cryptoasset*:

1. una prima consultazione “generica”, **Cryptoasset promotion Consultation**³, sull'inclusione di alcuni *cryptoasset* all'interno del perimetro della regolamentazione finanziaria tradizionale al fine di rendere sempre più effettiva la tutela del consumatore, ha avuto luogo nel mese di luglio 2020. A questa consultazione estiva si deve l'individuazione della definizione⁴ di *cryptoasset*: “*Broadly, a cryptoasset is a cryptographically secured digital representation of value or contractual rights that uses some type of distributed ledger technology (DLT) and can be transferred, stored or traded electronically*”.
2. Una seconda consultazione (quella in oggetto), molto più ampia, guarda all'approccio regolamentare per il settore dei *cryptoasset* nella sua interezza e crea l'opportunità di avviare un dialogo tra il settore pubblico e quello privato sulle sfide poste - in particolare - dall'emergere delle stablecoin.

Il CP in oggetto si articola in quattro parti, che vengono di seguito esaminate. La prima parte si configura come una sorta di ricognizione di quanto fatto finora, riunisce i vari “pezzi del puzzle” in ambito *crypto* e sancisce il punto di partenza su cui costruire il futuro di questo settore; la seconda parte delinea le varie proposte di policy del governo sui futuri *step* da seguire; la terza esplicita alcune proposte di espansione del perimetro regolamentare in ambito di *cryptoasset* in relazione al ruolo esercitato nel sistema dei pagamenti e la quarta costituisce una vera e propria call for evidence sull'utilizzo dei *cryptoasset* quale metodo di investimento ed il più generale utilizzo della *distributed ledger technology* (DLT) nei servizi finanziari, con l'obiettivo di instaurare un proficuo dialogo con i maggiori *stakeholder* del settore.

PARTE I – il punto di partenza

Ad oggi, nel Regno Unito il *framework* di riferimento sui *cryptoasset* si basa sui seguenti punti cardine.

² Ad ottobre 2018 la Taskforce ha pubblicato il suo primo rapporto evidenziando come lo stadio di sviluppo del settore *crypto* non costituisca – in quel momento – alcun rischio per la stabilità finanziaria.

³ <https://www.gov.uk/government/consultations/cryptoasset-promotions>

⁴ La consultazione in questione, conclusasi il 26 ottobre u.s., riconosce che vi sono più definizioni di *cryptoasset* ma “elege” questa a definizione di riferimento, sottolineando come essa costituisca la base giuridica per la definizione di *cryptoasset* secondo la legislazione vigente nel Regno Unito in materia di *Anti Money-Laundering* e *Counter Terrorism Financing*. La risposta di CryptoUK, il *trade body* che riunisce i maggiori rappresentanti del *digital asset sector* britannico, alla consultazione di luglio si trova al seguente link del dicembre 2020: <https://cryptouk.io/2020/12/03/cryptouk-responds-to-hm-treasury-consultation-on-cryptoasset-promotions/>

L'FCA ha più volte chiarito qual è, fino ad ora, il perimetro di applicazione della regolamentazione finanziaria vigente nel Regno Unito alle varie tipologie di *token* che ricadono sotto il Financial Services and Markets Act 2000 - Regulated Activities Order 2001 (RAO), o che vengono considerati a) strumenti finanziari ai sensi della Seconda Direttiva Markets in Financial Instruments (MIFID II), o b) *e-money* secondo l'EMRs. Inoltre, il Regno Unito applica la Fifth Anti-Money Laundering Directive (HMT, FCA) che impone l'applicazione della regolamentazione anti riciclaggio (AML) e *counter terrorism financing* (CTF) agli *exchange* di criptovalute e a coloro che offrono servizi di custodia delle stesse (i *providers* dei c.d. *wallet*). L'FCA è altresì molto attiva nell'informazione del pubblico sui rischi di potenziale frode che derivano da un mercato ancora deregolamentato⁵. Dal 6 gennaio u.s. il Regno Unito ha inoltre ristretto e/o vietato la vendita, il *marketing* e la distribuzione dei derivati e lo scambio di *traded notes* che ricadono sotto la definizione di *unregulated cryptoassets* quando diretti al consumatore *retail*⁶.

Oltre alla definizione di *cryptoasset* avvalorata dalla consultazione dell'estate 2020 sopra menzionata, il CP in oggetto recepisce e di fatto formalizza la suddivisione di tali *asset* secondo la classificazione operata dall'FCA mediante la pubblicazione delle sua *Guidance on cryptoassets*⁷ del luglio 2019:

1. *Security tokens*: monete di natura virtuale con caratteristiche tali da essere in grado di costituire rapporti di diritto e di obbligazione allo stesso modo di strumenti tradizionali come le azioni, ecc. Esse ricadono nel perimetro di applicazione del Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA) quali "*specified investments*".
2. *E-money tokens*: monete di natura virtuale che rientrano nella definizione di valute elettroniche (*e-money*) ai sensi dell'Electronic Money Regulations 2011 (EMRs). Anch'esse ricadono nel perimetro della regolamentazione britannica secondo quanto stabilito dal FSMA per gli "*specified investments*".
3. *Unregulated tokens*: monete di natura virtuale che non rientrano nelle due definizioni precedenti. Esse non costituiscono una forma di "*specified investments*" ai sensi dell'FSMA e cadono all'esterno del perimetro della regolamentazione britannica salvo il rispetto della normativa anti-riciclaggio. Questa categoria di *token* contiene le valute virtuali che non sono emesse da un'autorità centrale e vengono utilizzate quale valore di scambio tra le controparti (l'FCA si riferisce a queste valute come *exchange tokens* ma sono note al pubblico come *crypto* valute). Un'altra forma di *unregulated token* sono i c.d. "*utility token*" che possono essere equiparati al *reward-based crowdfunding*.

⁵ A Maggio 2019, l'FCA indicava che i casi di truffe legate ai vari *cryptoasset* erano triplicati rispetto all'anno precedente.

⁶ <https://www.fca.org.uk/publications/policy-statements/ps20-10-prohibiting-sale-retail-clients-investment-products-reference-cryptoassets>

⁷ <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-22.pdf>

Tuttavia, riconoscendo la natura ibrida di alcuni *token* (i quali non ricadono esattamente nella suddivisione sopra riportata), questo CP mira a chiedere alla *crypto community* se l'emergere delle c.d. *stable coin* – difficili da collocare secondo l'attuale schema – giustifichi la necessità di aggiungere una nuova categoria di *token* alla classificazione sopra menzionata e pone uno specifico quesito in tal senso⁸.

Il documento del Tesoro, infine, sottolinea come l'FCA continui, attraverso la sua *Regulatory Sandbox*, a testare l'emergere e lo sviluppo di prodotti finanziari basati sulla DLT, quali nuove forme di pagamento, tokenizzazione degli strumenti finanziari, identità digitale ed intermediazione nel settore assicurativo.

PARTE II – le proposte di *policy* sul futuro del settore

Sulla base di quanto delineato nella Parte I, il Tesoro e le altre autorità che partecipano alla *Taskforce* hanno individuato una serie di obiettivi e principi che dovrebbero ispirare il governo nel suo approccio alla regolamentazione delle *crypto* e sui quali il documento chiede l'opinione della *crypto community*⁹.

Con riferimento agli obiettivi, essi sono:

1. Protezione della stabilità finanziaria e dell'integrità del mercato;
2. Tutela dei consumatori;
3. Promozione della concorrenza e dell'innovazione per sostenere la competitività del Regno Unito.

Con riferimento ai principi, essi sono:

1. “*Same risk, same regulatory outcome*”, ovvero il tentativo di costruire la nuova regolamentazione sulla base dei principi già esistenti operando correzioni mirate ove necessario, oltre al mantenimento dell'attuale divisione delle competenze in capo alle varie autorità.
2. Approccio proporzionato alla dimensione del rischio/opportunità e della relativa urgenza. In particolare il legislatore deve evitare di creare un eccessivo carico regolamentare nei casi in cui l'utilizzatore finale sia consapevole dei rischi che fronteggia e/o l'attività in essere non ponga rischi per la stabilità finanziaria.

⁸ Il quesito posto dal *consultation paper* è il seguente: “*Do you have views on continuing to use a classification that is broadly consistent with existing guidance issued by UK authorities, supplemented with new categories where needed? Do you have views on the proposed new regulated category of 'stable tokens'?*”.

⁹ I quesiti sono: “*Do you agree with the approach outlined, in which the regulatory perimeter, objectives and principles are set by government and HMT, with detailed rules to follow set by the UK's independent regulators? What are your views on the extent to which the UK's approach should align to those in other jurisdictions?*”.

3. La natura *cross-border* dei *cryptoasset* impone un approccio “agile”, che sia in grado di recepire le tendenze del dibattito internazionale oltretutto riflettere gli obiettivi del governo sul futuro della regolamentazione dei servizi finanziari e del sistema dei pagamenti. Il governo, infatti, intende essere parte attiva dello sviluppo degli *standard* internazionali in tale ambito. Inoltre, il governo dovrà cercare di assicurare che la regolamentazione dei *cryptoasset* sia coerente con la *Payments Landscape Review* (PLR)¹⁰ e la *Future Regulatory Framework Review* (FRF)¹¹, due consultazioni di HMT (pubblicate rispettivamente a luglio e ad ottobre 2020) che stanno cercando di elaborare, sulla base del confronto con l'esperienza del settore privato, le linee guida su come il quadro regolamentare debba evolversi per essere in grado di rispondere alle sfide del futuro.

Il CP sottolinea che il governo vuole proporre un regime di regolamentazione dei *cryptoasset* dove i requisiti vengano stabiliti ed attuati direttamente dal regolatore, quale autorità indipendente, marcando la propria preferenza per una serie di *code of practice* piuttosto che legislazione ordinaria, dove soltanto i limiti esterni vengono determinati dal Tesoro e dal Parlamento¹². Questo approccio già definito “agile” permette di raggiungere il duplice obiettivo di *a)* aggiornare costantemente il regime regolamentare ai rapidi e mutevoli cambiamenti dei *crypto* modelli cui si vuole adattare e *b)* mantenere un continuo riferimento al lavoro svolto a livello internazionale dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (BIS) sull'applicazione dei *Principles for Financial Market Infrastructures* (PFMIs) alle *stablecoin*. Inoltre, il documento riafferma l'interesse del governo e della BoE all'esplorazione del tema delle *central bank digital currencies* (CBDC), il cui sviluppo altrove (leggasi Singapore e Cina) viene costantemente monitorato. HMT e BoE stanno infatti studiando quali possano essere gli sviluppi di una possibile CBDC britannica.

PARTE III – *cryptoasset* e sistema dei pagamenti

Una prima fase regolamentare dei *cryptoasset*, che il CP intende sottoporre al giudizio della *crypto community*, dovrebbe essere costituita da una serie di regole che si applicano agli *stable token* utilizzati quale mezzo di pagamento. Solo in una fase successiva il governo si occuperà di considerare quanto e come estendere la regolamentazione del settore a un più ampio spettro di *cryptoasset*. La *ratio* di questa proposta del Tesoro si ritrova nell'obiettivo ultimo di dare garanzie al consumatore finale senza precludere lo

¹⁰ La consultazione si è conclusa il 20 ottobre u.s.:

https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/904140/2020_template_PLR_CfE_27072020_final.pdf

¹¹ La consultazione si concluderà il 21 febbraio p.v.: <https://www.gov.uk/government/consultations/future-regulatory-framework-frf-review-consultation>

¹² Dal testo del CP *UK regulatory approach to cryptoassets and stablecoins: consultation and call for evidence*: “This would involve the independent regulators using agile powers to issue rules or codes of practice, within a framework of objectives and broader considerations set by HMT and Parliament. (...) In practice, this means that HMT will not seek to specify detailed firm requirements through legislation. Instead, the government aims to define the scope of the regulatory perimeter and the objectives and principles applicable under the new regime”.

sviluppo di un settore in rapida evoluzione fintantoché non vi siano effettivi rischi di stabilità finanziaria o utilizzo improprio per attività illecite. Infatti, secondo i dati di una recente ricerca dell'FCA, poco meno del 4% della popolazione britannica detiene *cryptoasset* e il 47% dei detentori dichiara di aver investito in *cryptoasset* quale scommessa sul futuro, perfettamente consci di poter perdere il proprio investimento e l'89% è consapevole che questo mercato non è coperto da alcuna garanzia regolamentare. A luglio 2020 il valore delle transazioni avvenute in *stablecoin* ha superato per la prima volta quello delle transazioni in *bitcoin*, certamente a causa della minore volatilità di questo tipo di emergenti *cryptoasset*: l'analisi dei dati suggerisce che, almeno per il momento, saranno le *stablecoin* (più che i *bitcoin*) ad essere utilizzate come metodo di pagamento¹³.

Il CP non trascura infatti la dinamica di utilizzo e scambio di *bitcoin* e *altcoin* contro *stablecoin* e viceversa, quale strumento spesso utilizzato dagli investitori *crypto* per accumulare “valore fiat” ed immobilizzare il guadagno reale ottenuto dalla speculazione tramite *cryptoasset* estremamente volatili. A tal proposito, infatti, il documento introduce il concetto di ***token in scope*** affermando la priorità del governo a fare in modo che qualunque *token* passibile di utilizzo “*retail or wholesale*” sia sottoposto ad una appropriata regolamentazione e – per ovviare a possibili errori di classificazione dei suddetti *token* – suggerisce che tutti i *token* che possono essere utilizzati per questo tipo di transazioni vengano sottoposti a requisiti minimi parte di un c.d. *UK authorisation regime*. Inoltre le autorità britanniche stanno pensando a una serie di requisiti ulteriori qualora l'utilizzo delle *stablecoin* dovesse diventare sistemico¹⁴ e dovesse dare avvio, su larga scala, a una c.d. *stable token chain* rendendo necessario l'intervento del legislatore e del regolatore sui principali attori di tale catena, quali ad esempio i *provider* dei vari *wallet*¹⁵.

¹³ Secondo la ricerca dell'FCA, il 27% dei detentori di *cryptoasset* britannici ha affermato di utilizzare le *stablecoin* per l'acquisto di beni e servizi.

¹⁴ *Where stable token arrangements reach systemic scale, the government judges that existing systemic payments regulation which applies to the system and service providers in relation to the system should also apply. In the UK this is enforced by the Bank of England under powers contained within part 5 of the Banking Act 2009 (the BA 2009), following a recognition decision made by HM Treasury. Link to HMT public document on recognition process:*

https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20130102201246/http://www.hm-treasury.gov.uk/d/bankingact_guidancenote_040809.pdf

¹⁵ il CP specifica quanto segue: “*The government is therefore considering, for stable token arrangements, whether Bank of England systemic regulation grounded in the PFMI and FPC expectations should also apply to service providers or entities within a chain where these pose systemic risks. For example, the government judges that certain wallets used to safeguard or exchange customer funds could pose systemic risks if used at scale because of the potential wider impact of any disruption (e.g. of consumers’ ability to withdraw funds) and their potential role in fulfilling critical functions in the chain. In applying this assessment approach, the bar for systemic importance and Bank regulation would remain high, as it is for payment systems and service providers to those systems at present. Within a competitive and diverse landscape, it is not clear that many service providers will attain systemic importance to require such enhanced regulation. However, the dynamic and nascent nature of the market requires ensuring the adequate powers are in place, subject to the recognition process, should they be needed now or in the future*”.

Tabella 1: *Tokens in scope for proposed regime and payments use.*

Token type	Definition	In scope of first phase of legislative changes?	Rules applying
Stable tokens: Single-fiat	Value linked to a single fiat currency (GBP, USD, etc.)	Yes	FCA authorisation regime based on payments regulation (see below) Enhanced requirements if systemic thresholds met
Stable tokens: Other asset-linked	Value linked to an asset other than a single fiat currency (e.g. gold or multi-currency)	Yes	FCA authorisation regime (see below) – Specific requirements on backing asset(s) Enhanced requirements if systemic thresholds met ⁵
Unregulated exchange tokens	No backing Primarily retail speculative investments or means of exchange. May include algorithmic tokens.	No – but may be subject to ⁶ regulation in future	
Unregulated utility tokens	Used to access a current or future service (e.g. access to a DLT platform), but may also be exchanged	No – but may be subject to ⁶ regulation in future	
Security tokens	Meets definition of specified investment under the RAO and is subject to regulation	No – but considering whether changes may be needed to provide clarity to support use in future (see chapter 4)	Subject to existing FCA regulation

⁵ Bank regulation of systemic stable token payment systems and service providers to those systems, will be grounded in the FPC's expectations set out in Box 3A. For systemic asset-linked stable tokens this would imply significant capital and prudential requirements and other protections

⁶ If taken forward use of tokens would be subject to consumer disclosures via the financial promotions regime. Core entities facilitating their use also subject to AML/CTF regulation.

Al momento la dimensione di questo mercato è relativamente piccola, per quanto la crisi pandemica ne abbia evidenziato la costante crescita, e annovera molte *start-up* e piccole-medie imprese (SMEs) il cui sviluppo domestico e la cui attrazione dall'esterno possono costituire un importante volano di crescita nel settore finanziario, un contesto dove il governo britannico, specialmente nella fase post-Brexit, vuole continuare a dominare la scena internazionale ponendosi alla guida dell'innovazione del settore. Il Regno Unito

quindi punta non a bloccare ma anzi a incoraggiare lo sviluppo di iniziative basate sull'impiego della DLT, premunendosi di salvaguardare, come già evidenziato, la stabilità finanziaria, la libera concorrenza, l'integrità del mercato e la tutela del consumatore pur cominciando a porre le basi per garantirsi, oltre ai vari obiettivi di *policy*, quelle entrate fiscali che “andrebbero perse” qualora la non regolamentazione delle transazioni in *stablecoin* lasciasse queste ultime in un limbo giuridicamente indefinito. Nell'immediato, quindi, l'attenzione del legislatore britannico si concentra sulle *stablecoin* in relazione alla propria funzione di mezzo di pagamento. Per raggiungere i propri obiettivi, governo e regolatore stanno pensando ad un sistema di “*location requirement*” per le società che svolgono funzioni di pagamento utilizzando *cryptoasset*, poiché la natura decentralizzata e tipicamente *cross border* di tali *asset* rende necessaria l'imposizione di una sorta di requisito formale che garantisca il loro stabilimento e la loro formale autorizzazione ad operare sul mercato britannico.

PARTE IV – *call for evidence* e dialogo con gli stakeholder

Il CP apre infine a un vero e proprio confronto a tutto campo con la *crypto community* ponendo una serie di quesiti specifici su come, secondo gli *stakeholder*, indirizzare lo sviluppo di questo settore nell'ambito dei *security token*. In questa quarta ed ultima parte il documento non propone ma chiede: il governo, infatti, riconosce che la “tokenizzazione” delle *security* tradizionali – ovvero la rappresentazione di debito ed *equity* mediante DLT o il lancio di *initial coin offerings* (ICOs) completamente in *crypto* – ha il potenziale di cambiare nella sostanza il *modus operandi* e l'infrastruttura sottostante ai mercati finanziari. Il CP chiarisce infatti che, una volta razionalizzati i rischi, lo sviluppo di un nuovo ecosistema finanziario basato sullo sviluppo della DLT può portare a livello teorico notevoli benefici quali maggiore efficienza, migliore liquidità, maggiore trasparenza e in generale più sicurezza.

Nei fatti, esempi come il lancio nel settembre u.s. del “*blockchain bond*” di Santander che corre sulla *blockchain* di Ethereum¹⁶ indica come anche le banche “tradizionali” stiano cominciando ad affacciarsi alla nicchia *crypto*, rendendo urgente un intervento del regolatore ed un confronto con la comunità finanziaria in generale sul tema dei *cryptoasset*. Si pensi solo che, nel momento in cui si scrive, non esiste nel Regno Unito una definizione legale di *security token*; il governo vuole quindi intervenire al fine di creare un *framework* legale che vada verso le esigenze dello sviluppo del settore fatte salve le prerogative di cui sopra.

Per il momento il CP esclude invece di voler estendere il perimetro regolamentare ai progetti di finanza decentralizzata, la c.d. DeFi, *inner sector* dell'emergente mondo delle *crypto* anch'esso in rapida espansione. La DeFi si basa sull'impiego di piattaforme in grado di funzionare senza il controllo di un'autorità centrale, dette “*dapps*”, le quali utilizzano una serie di *smart contract* che automatizzano le transazioni, facilitano la concessione di *peer-to-peer lending* e velocizzano le varie attività di *borrowing* e *trading*.

¹⁶ <https://www.santander.com/en/press-room/press-releases/santander-launches-the-first-end-to-end-blockchain-bond>