annunziata & conso

Milano, 4 giugno 2019

Spettabile
Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA

Inviata via SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno

Oggetto: **Osservazioni in merito al Documento per la Discussione "Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività".**

Annunziata & Conso, *network* di professionisti specializzato nel settore dei mercati finanziari e dei servizi di investimento e bancari[1], intende anzitutto ringraziare codesta spettabile Commissione per l'opportunità offerta di esprimere osservazioni e commenti al documento per la discussione "Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività" (il "**Documento**"), pubblicato in data 19 marzo 2019. Analizzato nel dettaglio il contenuto del Documento, e tenuto conto di quanto emerso nell'ambito del *public hearing* promosso da codesta spettabile Commissione in Milano lo scorso 21 maggio, Annunziata & Conso si pregia di formulare le seguenti osservazioni. Si autorizzano sin d'ora la pubblicazione e la divulgazione del presente contributo.

* * *

[1] Cfr. Per maggiori informazioni il sito www.aclaw.eu.

Premesse

Prima di passare alla formulazione di puntuali osservazioni in merito ai quesiti posti nell'ambito del Documento, si intende esprimere apprezzamento per l'iniziativa promossa da codesta spettabile Commissione. In particolare, risulta condivisibile la volontà di agevolare, attraverso la creazione di un "*safe harbour*", le operazioni legate alle cripto-attività ovvero ai *token,* che esulano dalla connotazione di strumenti finanziari o di prodotti di investimento – così come definiti in ambito europeo dalle regolamentazioni vigenti - ma che presentano, o possono potenzialmente presentare, elementi suscettibili di integrare la nozione nazionale di prodotto finanziario (inteso quale investimento di natura finanziaria diverso dagli strumenti finanziari).

Nella definizione proposta da codesta spettabile Commissione, sembrano, infatti, essere ricompresi sia gli *utility token* puri, che conferiscono esclusivamente un diritto di accesso a un bene o a un servizio digitale, sia quelle tipologie di *token* ibridi che, prospettando rendimenti, anche se non di pura natura finanziaria, possono potenzialmente essere attratti nel novero dei prodotti finanziari; i primi nel tentativo di assoggettarli ad una forma di regolamentazione, attraverso un meccanismo incentivante, per delineare una più efficace tutela nei confronti dei potenziali sottoscrittori di ICO, i secondi nell'ottica di sottrarli alla normativa applicabile ai prodotti finanziari. In tale prospettiva, la definizione di cripto-attività proposta da codesta spettabile Commissione si concentra – peraltro secondo un condivisibile approccio – sulla valorizzazione dei tratti distintivi dei *token* rispetto ai prodotti finanziari sino ad oggi classificati, *inter alia*, (*i*) l'impiego

di tecnologie innovative quale la *blockchain*, e (*ii*) la destinazione degli stessi *asset* alla successiva negoziazione garantita dalla capacità delle *distributed ledger technology* di registrare e mantenere l'evidenza della titolarità dei diritti connessi con le cripto-attività in circolazione.

La destinazione dei *token* alla successiva negoziazione, richiesta dalla definizione proposta, e la creazione di piattaforme di *trading* per lo scambio dei *token* stessi, sono, a parere di chi scrive, uno dei punti di maggior interesse del Documento. Ciò alla luce delle possibili ricadute, in ordine al rischio di riqualificazione, che comunque sembrano caratterizzare nella loro fisiologia i *token*, comunque denominati, richiamati nell'alveo della consultazione. Infatti, quando (ad esempio) un *utility token* puro, che non presenta inizialmente alcuna caratteristica di finanziarietà, viene scambiato su un circuito assimilabile, per le caratteristiche sostanziali, nonostante non ne presenti la qualifica formale, ad un MTF (o ad altra *trading venue*), rischia una sorta di "mutazione genetica", che ne comporta l'attrazione nel novero degli strumenti finanziari.

Nello specifico, si pone il problema di stabilire se le variegate tipologie di cripto-attività, una volta negoziate, siano qualificabili alla stregua di strumenti finanziari, essendo la disciplina delle *trading venues*, regolata in ambito MiFID, riferita a piattaforme di negoziazione che hanno ad oggetto tali strumenti. In particolare, la questione della riqualificazione dei *token* in strumenti finanziari, riguarda la riconducibilità degli stessi agli strumenti derivati, con particolare riguardo ai derivati su *commodity* o su merci per tali intendendosi quelli "*che fanno riferimento a merci o attività sottostanti di cui all'Allegato I, sezione C, punti 5), 6), 7) e 10), nonché gli strumenti finanziari*

previsti dal comma 1-bis, lett. c), quando fanno riferimento a merci o attività sottostanti menzionati all'Allegato I, sezione C, punto 10)"[2].

Questa conclusione non vale, ovviamente, in generale ma richiede una dispendiosa indagine condotta caso per caso, volta ad evidenziare il presupposto che lo *utility token* presenti una componente derivativa, e che abbia, quindi, un valore che dipende da un sottostante. In particolare, le domande da porsi sono (*i*) se il *token* esaminato abbia un sottostante, (*ii*) se il valore del *token* possa variare in funzione di tale sottostante e (*iii*) se il *token* sia regolabile in denaro oppure, per l'appunto se sia negoziato su una *trading venues*. In tal caso il vocabolario che conosciamo nell'ambito di MiFID II è già abbastanza ampio ed articolato da attrarre nel proprio ambito di applicazione i *token* con tali caratteristiche: è noto che i derivati su *commodity* diventano strumenti finanziari se e per il solo fatto che vengono scambiati su un sistema multilaterale[3].

Definire una tassonomia dei *token*, al fine di assoggettarli alla regolamentazione proposta nel Documento, utilizzando un approccio che può essere definito *"bottom up"*, che, partendo dall'analisi delle caratteristiche del *token*, ne permetta la classificazione nell'ambito di una delle categorie conosciute dal TUF, potrebbe pertanto condurre a conclusioni non volute. Ciò in quanto, utilizzando un secondo approccio, che possiamo chiamare *"top down"* - attraverso il quale si prendono prima in considerazione le caratteristiche delle piattaforme di scambio degli *exchange*,

---

[2] Art. 1, comma 2-*ter*, D.lgs. n. 58/1998 (TUF).

[3] F. Annunziata, *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle cryptovalute alla distributed ledger technology*, X Convegno annuale dell'Associazone Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale", "L'evoluzione tecnologica e il diritto commerciale" Roma, 22-23 febbraio 2019.

per poi affrontare il tema della qualificazione del *token* – si potrebbe arrivare ad una conclusione diametralmente opposta[4].

Invero, lo scambio sulle piattaforme di *trading* dedicate alle cripto-attività – condizione necessaria affinché le operazioni di ICO possano sopravvivere ed avere successo in quanto garantiscono la liquidità dei *token* – avverrebbe con caratteristiche e nel rispetto di una regolamentazione che, in punto di diritto risulterebbe del tutto omologa a quella (vigente) degli MTF. Tale conclusione – che a parere di chi scrive risulta difficilmente superabile, tenuto conto delle definizioni, fornite dalla normativa nazionale e comunitaria, che oggi delimitano e caratterizzano queste particolari *trading venues* – comporta l'ulteriore conseguenza di attrarre il *token/cripto-asset* nell'alveo delle definizioni di prodotto e/o di strumento finanziario. Ciò, indipendentemente dalle intenzioni e dalle specifiche che caratterizzano le emissioni dei vari *token*, e per il solo fatto/effetto della negoziazione del *token/cripto-asset* su questo nuovo mercato secondario.

Viste le potenziali ricadute sul mercato, sembra dunque necessario interrogarsi su questo fenomeno; in particolare, al fine di valutare la possibilità di inserire, già nell'ambito della regolamentazione speciale prospettata nel Documento, degli elementi (ad esempio lavorando sulla definizione e sulle caratteristiche) che permettano di contenere e, potendo, di escludere sia il rischio di riqualificazione dei sistemi di scambio dedicati ai *cripto-assets* in MTF sia degli stessi *token* ivi negoziati in strumenti finanziari.

---

[4] F. Annunziata, *Speak if you can: what are you? An alternative approach to the qualification of tokens and initial coin offerings*, Bocconi Legal Studies Research Paper Series No. 2636561, 37 e ss., reperibile al seguente indirizzo https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3332485##.

Con riferimento al rischio di riqualificazione dei sistemi di scambio di cripto-attività in MTF, la prospettata regolamentazione potrebbe intervenire nel disciplinare le caratteristiche e in tale modo limitare *ab origine* il problema della "mutazione genetica" delle cripto-attività scambiate nell'ambito delle piattaforme degli *exchange*, che a parere di chi scrive, non sembra diversamente eludibile.

Sotto il secondo profilo della potenziale riqualificazione delle cripto-attività scambiate sugli *exchange* come strumenti finanziari, comunque consapevoli dei limiti di ambito e di competenza che accompagnano questa prima consultazione, sia consentito accennare ad un possibile approccio, ancora oggetto di studio e approfondimento da parte di chi scrive. In particolare, si potrebbe pensare di utilizzare, come opzione regolamentare, il comma 5 dell'art. 18 del D.lgs. n. 58/1998 (TUF), che attribuisce al Ministero dell'Economia e delle Finanze, un duplice potere regolamentare integrativo, volto, per un verso – lett. a) – ad individuare nuove categorie di strumenti finanziari, servizi e attività di investimento e nuovi servizi accessori, indicando anche i soggetti legittimati a svolgerli, e, per altro aspetto – lett. b) – ad adottare norme di attuazione e di integrazione delle riserve di attività previste, nel rispetto delle disposizioni europee.
L'utilizzo delle opzioni alternativamente conferite alla luce delle disposizioni di cui alla lett. a) e b), potrebbe non voler significare per forza l'assoggettamento delle cripto-attività al regime MiFID II, in quanto resta ancora da provare l'incompatibilità, con tale regime, della creazione di una categoria autonoma di strumenti finanziari e l'elaborazione di un regime nazionale, improntato sul principio di proporzionalità, che legittimi l'operatività degli operatori del settore senza il rischio (che colpisce l'emittente, la piattaforma, ma anche l'investitore) di cadere in situazioni di

abusivismo[5]. L'art. 18 comma 5, potrebbe, forse, contribuire, in attesa di un intervento europeo, alla creazione di una zona di maggior chiarezza che permetta di evitare la riqualificazione dei mercati degli *exchange* in MTF e, di conseguenza, dei *token* in strumenti finanziari. Ciò, al fine di limitare i problemi a livello applicativo della regolamentazione, tanto auspicata, prospettata nel Documento.

Il coinvolgimento del Legislatore primario potrebbe altresì contribuire a risolvere le questioni, emerse anche in sede di *public hearing*, relative alle competenze regolamentari della Consob per l'emanazione della normativa prospettata nel Documento in discussione.

***

Ferme le competenze professionali del *network* Annunziata & Conso, nel prosieguo si forniscono le osservazioni in merito ad alcuni soltanto dei quesiti formulati nell'ambito del Documento da parte di codesta spettabile Commissione.

---

[5] Nonostante lo strumento regolamentare dell'art. 18, comma 5 TUF sia stato poche volte utilizzato, chiara appare la sua funzione volta a garantire all'ordinamento la flessibilità necessaria per adattarsi ad una disciplina caratterizzata da fenomeni in continuo divenire, nonché ad eventuali mutamenti della normativa europea per evitare di creare svantaggi competitivi per gli operatori italiani. Il perimetro di intervento del Ministero appare sicuramente ridimensionato alla luce della normativa sovranazionale e dai vincoli di massima armonizzazione posti dalle disposizioni comunitarie che regolano la materia dei servizi di investimento. Ciò non pare impedire, in particolare in riferimento al potere ascritto ad opera della lettera b) del comma in commento, che - nell'ambito del potere di integrazione della normativa - possa poi adottarsi un approccio improntato a proporzionalità o ad applicazioni "graduate" delle regole, come ben potrebbe essere nel caso di specie. Quanto precede, peraltro, ossequio anche alla disciplina comunitaria MiFID che in materia continua a prevedere la possibilità per gli Stati membri di non applicare la direttiva a determinati soggetti (cfr. art. 3, Direttiva 2014/65/UE). In tal senso, M. Lupi, Commento all'art. 18 del TUF, "Il Testo Unico della Finanza" a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Utet, 2012, 325.

Quesiti da 1 a 3

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?

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?

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)?

Osservazioni:

Come già osservato nell'ambito delle Premesse, a parere di scrive, l'iniziativa di regolamentazione del fenomeno delle cripto-attività prospettata nel Documento è condivisibile, così come appare condivisibile la definizione di "cripto-attività" delineata.

In linea generale, rimandando a quanto già espresso nell'ambito delle Premesse, la definizione proposta riesce a catturare e a dare evidenza alle specificità rilevanti delle cripto-attività rispetto a tipologie simili – *i.e.* la natura di registrazioni digitali rappresentative di diritti e l'impiego di tecnologie innovative. L'ambito di applicazione oggettivo preso in considerazione dalla definizione, può apparire, da un lato, assai circoscritto rispetto alle tipologie di *token* che, nell'ambito del mercato si stanno sviluppando e si sono già sviluppate (si fa qui riferimento all'esclusione esplicita di tutti i *token* assimilabili a strumenti finanziari o prodotti di investimento); dall'altro, gli elementi della definizione, in particolare a) la

finalizzazione al finanziamento di progetti imprenditoriali e b) la destinazione alla successiva negoziazione, potrebbero, in realtà, contribuire a far ricadere nella definizione *asset* volutamente esclusi.

Nel richiamare di seguito il ragionamento già esposto nell'ambito delle Premesse, riferito agli utility *token*, e al possibile rischio di riqualificazione dovuta alla negoziazione su piattaforme nei fatti assimilabili a MTF, si rappresenta, inoltre, che la destinazione dei *token* emessi nell'ambito delle ICO, finalizzati al "finanziamento di attività imprenditoriali", rende difficile la distinzione di questi dall'attività di emissione e collocamento di valori mobiliari di debito e di *equity*[6]. Alla luce di ciò, si ribadisce la necessità di integrare il sistema regolamentare del quale si discute, prendendo in considerazione l'opportunità di aggiungere elementi atti ad escludere la riqualificazione dei sistemi di scambio in MTF e la conseguente riqualificazione degli strumenti scambiati in strumenti finanziari.
Inoltre, al fine di coniare una definizione capace di escludere con chiarezza le fattispecie non idonee a costituire oggetto di trattazione secondo l'approccio delineato nel Documento, si ritiene necessario il coordinamento con la normativa già emanata in materia. Si fa specifico riferimento allo schema del decreto legislativo di attuazione della V Direttiva Antiriciclaggio, posto in pubblica consultazione dal MEF in data 25 marzo 2019, nell'ambito del quale – superando quanto già introdotto a cura D.lgs. 90/2017 di recepimento della IV Direttiva Antiriciclaggio – si è inteso riformulare la definizione di valuta virtuale; nel testo in consultazione viene infatti

[6] P. Carrière, *Possibili approcci regolatori al fenomeno dei crypto-asset; note a margine del documento di consultazione della Consob*, reperibile su Diritto Bancario al seguente indirizzo: http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/fintech/possibili-approcci-regolatori-al-fenomeno-dei-crypto-asset-note-margine-del-documento-di-consultazione

precisato, tra le altre, che sarebbero da ricomprendersi nel novero delle "valute virtuali", anche quei *token*/valute che siano emessi o siano negoziati anche per "finalità di investimento" (rif. nuovo art. 1, comma 2, lettera qq)[7]. Non può sfuggire come tale precisazione, ove sia consolidata nel testo definitivo dello schema di decreto in commento, attragga nella definizione di valuta virtuale una ampia casistica che abbraccia anche le cripto attività. Rimandando a più opportuna sede le considerazioni in merito a tale adeguamento della normativa AML[8], ancora in corso, si intende qui sottolineare l'importanza di coordinare, anzitutto a livello definitorio,

---

[7] La definizione di valuta virtuale riportata nel testo della consultazione è la seguente: "*la rappresentazione digitale di valore, non emessa né garantita da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi o per finalità di investimento e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente*".
Inoltre, si segnala che in tale contesto, il legislatore nazionale, allineandosi al *trend* sovranazionale di regolamentazione del mondo delle valute virtuali e dei servizi di pagamento digitali ha introdotto, assoggettandoli alla normativa antiriciclaggio, sia i soggetti che prestano "*servizi di emissione, collocamento, trasferimento e compensazione e ogni altro servizio funzionale all'acquisizione, alla negoziazione o all'intermediazione delle valute medesime*", ossia, in particolare, gli emittenti di "*token*" nell'ambito di *Intial Coin Offering* (ICO) e tutti gli altri soggetti che, a titolo professionale, erogano servizi nel mondo delle valute virtuali, sia i "*prestatori di servizi di portafoglio digitale*" (c.d. *wallet providers*), soggetti che forniscono, a titolo personale "*servizi di salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto dei propri clienti, al fine di detenere, memorizzare e trasferire valute virtuali*".

[8] Sul punto pare unicamente utile ricordare che in sede di consultazione, l'approccio seguito dal Legislatore nazionale in sede di ultimo recepimento della V Direttiva, non ha mancato di raccogliere importanti critiche. In particolare, i commentatori hanno eccepito come la definizione di valuta virtuale assumerebbe una estensione tale da raccogliere fenomeni e operatività non ricompresi nella originaria previsione comunitaria; con ciò comportando un disallineamento o addirittura un contrasto tra la definizione di valuta virtuale nazionale rispetto a quella stessa definizione contenuta nella V Direttiva che recita: "*valute virtuali": una rappresentazione di valore digitale che non è emessa o garantita da una banca centrale o da un ente pubblico, non è* necessariamente legata a una valuta legalmente istituita, non possiede lo status giuridico di valuta o moneta, ma *è accettata da persone fisiche e giuridiche come mezzo di scambio e può essere trasferita, memorizzata e scambiata elettronicamente*".

"cripto-attività" e "valute virtuali". Intervento indispensabile per chiarire se le "cripto-attività" dovranno essere considerate alla stregua di un "sotto insieme" delle "valute virtuali"; ovvero se le stesse andranno ad integrare una fattispecie nuova e distinta. Ciò al fine di garantire agli operatori del mercato linee di confine chiare e nette, che permettano di prestare e di sviluppare i propri servizi senza incorrere nel rischio di una non corretta applicazione della normativa AML, che conferma – seppur dallo sfondo della nuova regolamentazione in discussione – una valenza di certamente importanza.

Quesiti da 6 a 8:

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)?

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?

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)?

Osservazioni:

Ad oggi - almeno in attesa dell'approvazione definitiva dello schema di decreto legislativo di recepimento della V Direttiva Antiriciclaggio che, come anticipato, intende assoggettare alla normativa antiriciclaggio anche i prestatori di *"servizi di emissione, collocamento, trasferimento e compensazione e ogni altro servizio funzionale all'acquisizione, alla negoziazione o all'intermediazione delle valute medesime"* nonché i *"prestatori di servizi di portafoglio digitale"* - le piattaforme di scambio, c.d. *exchange*, sembrano rappresentare l'unico punto di accesso al mercato delle cripto-attività attraverso il quale viene esercitato un controllo regolamentare sul fenomeno. Ciò, grazie alle previsioni della IV direttiva, il cui recepimento in Italia - D.Lgs. 25 maggio 2017, n. 90 che ha modificato il D.Lgs. 231/2007 - ha di fatto anticipato i contenuti della V direttiva, inserendo gli *exchange* - definiti nel citato D.Lgs. "cambiavalute virtuali" - tra i soggetti destinatari della disciplina antiriciclaggio. Le nuove disposizioni sulle valute virtuali sono contenute in alcuni articoli, tra i quali spicca l'introduzione dell'obbligo di iscrizione in apposito registro da parte dei cambiavalute virtuali[9]. La norma rimanda al MEF l'emanazione di un apposito decreto di applicazione, il cui schema (predisposto dal medesimo ministero ai sensi dell'articolo 17-bis, comma 8-ter del decreto legislativo 13 agosto 2010, n. 141, come introdotto dall'articolo 8, comma 1, del decreto legislativo 25 maggio 2017, n. 90), benché pubblicato ed ancorché si sia da tempo esaurita la fase di

---

[9] In particolare, l'art. 1 del D.Lgs. 231/2007 (come modificato dal D.Lgs. 90/2017) definisce:

- ***valuta virtuale:*** *"la rappresentazione digitale di valore, non emessa da una banca centrale o da un'autorità pubblica, necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente"*;
- ***prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale***: *ogni persona fisica o giuridica che fornisce a terzi, a titolo professionale, servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale.*

consultazione, a tutt'oggi non risulta emanato; con ciò rendendo di fatto la disciplina primaria ancora inattuabile.

In tale contesto normativo e in attesa dell'auspicabile decreto di recepimento, come già osservato in precedenza (cfr. Q1-Q3), appare essenziale procedere ad un attento coordinamento della regolamentazione prospettata nell'ambito del Documento con quanto già oggetto di specifiche previsioni in relazione agli *exchange*, al fine di agevolare tali soggetti ad assumere un ruolo di punto di controllo del mercato delle cripto-attività, a maggior tutela degli investitori.

Tale opportunità potrebbe essere appieno sfruttata grazie alla trasformazione degli *exchange* in piattaforme per le offerte di cripto-attività: l'identità tra il soggetto gestore dell'emissione, dell'offerta e della successiva fase di scambio potrebbe contribuire ad incrementare il livello di tutela degli investitori; come, tra l'altro già dimostrato dal mercato, testimone della nascita del fenomeno delle *initial exchange offering* (c.d. IEO). Le IEO, infatti, rappresentano un modello alternativo di offerta di *token* mediante le quali l'emittente/offerente/proponente raccoglie capitali presso il pubblico offrendo in vendita i *token* direttamente sugli *exchange* senza lanciare il progetto attraverso una ICO sul proprio sito *web*. Il principale vantaggio registrato riguarda l'immediatezza dell'accesso dei *token* emessi al mercato secondario, che risolve i problemi legati all'insuccesso delle ICO che non riescono a garantire la liquidità dei propri *token* garantita dalla "quotazione" sugli *exchange*[10].

Quanto sopra evidenzia, da un lato, la tangibile opportunità di stabilire uno stretto collegamento fra l'offerta di cripto-attività di nuova emissione e il loro successivo accesso a un sistema di scambi dedicato. Dall'altro lato,

---

[10] Solo un terzo delle ICO riesce poi ad accedere ad un *exchange*. Si veda *ICORating Annual Report 2017*, p. 6, reperibile all'indirizzo https://icorating.com/ICORating_annual_report_2017.pdf.

l'interconnessione tra l'offerta, il successo dell'operazione di ICO e la necessaria creazione di un mercato secondario, sono elementi che evidenziano l'importanza di quanto già osservato nell'ambito delle Premesse e delle osservazioni relative ai quesiti da 1 a 3, in merito al latente rischio di riqualificazione delle piattaforme in MTF e della mutazione genetica degli strumenti ivi scambiati, nonché dell'opportunità di arginare il fenomeno attraverso un'attenta strutturazione delle definizioni che verranno coniate nell'ambito della regolamentazione prospettata dal Documento.

Quesiti 14 e 15

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?

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?

Osservazioni:

La definizione di un regime transitorio appare un'iniziativa condivisibile ed auspicabile; in particolare in quanto tale intervento contribuirebbe, in concerto con la possibilità di sottoporsi, su base volontaria, alla regolamentazione prospettata in regime di *opt-in*, ad attrarre nell'alveo della regolamentazione anche gli operatori del settore già attivi, nonché gli *asset*

già oggetto di ampia diffusione tra gli investitori, garantendo un maggior livello di tutela di questi ultimi.

* * *

Per ogni ulteriore chiarimento o approfondimento dovesse occorrere, si prega codesta spettabile Commissione di voler contattare il Professore Filippo Annunziata (email: f.annunziata@aclaw.eu, telefono: 0249791176) e l'Avvocato Andrea Conso (email: a.conso@aclaw.eu, telefono: 0249791176) che hanno preso in carico la trasmissione del presente documento.

Con l'occasione si porgono cordiali saluti.

Prof. Filippo Annunziata

Avv. Andrea Conso