Avv. Raffaele Battaglini
Battaglini De Sabato Law Firm
Via Davide Bertolotti n. 7
10121 Torino
battaglini@battaglinidesabato.com

Prof. Avv. Stefano A. Cerrato
Ordinario di Diritto Commerciale nell'Università di Torino
Via Luigi Mercantini, n. 5
10121 Torino
stefano@profcerrato.it

Avv. Davide Davico
Responsabile Affari Legali e Societari Gruppo ERSEL
Piazza Solferino n. 11
10121 Torino
davide.davico@ersel.it

Notaio Remo Maria Morone
Studio Notarile Morone
Via Luigi Mercantini, n. 5
10121 Torino
r.morone@studiomorone.it

Torino, 5 giugno 2019

Spettabile
CONSOB
Divisione Strategie Regolamentari
Via G.B. Martini n. 3
00198 Roma

- Invio tramite SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno -

Oggetto: Consultazione pubblica inerente "*Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*" del 19 marzo 2019

Spettabile Commissione,

gli scriventi, in primo luogo, intendono ringraziare Consob per l'opportunità di partecipare alla consultazione pubblica avviata in data 19 marzo 2019 e relativa al Documento dal titolo "*Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*", ulteriormente approfondita in sede di audizione pubblica tenutasi il 21 maggio scorso presso l'Università Bocconi.

Con tale consultazione, Consob si propone di stimolare il dibattito pubblico a livello nazionale sulla regolamentazione delle cripto-attività e, in particolare, sui seguenti tre profili:

(i) definizione di cripto-attività;
(ii) emissione di cripto-attività (mercato primario);
(iii) negoziazione di cripto-attività (mercato secondario).

Con l'auspicio di fornire un utile contributo nell'ambito del processo di consultazione in corso, si allega alla presente un documento contenente, in forma sintetica e senza alcuna pretesa di esaustività, alcune osservazioni al Documento e ai relativi quesiti proposti.

Riteniamo opportuno precisare *in limine* che, essendo il team scrivente costituito da professionalità eterogenee ma complementari provenienti da aree diverse (accademica, professionale, imprenditoriale e tecnico-consulenziale), le riflessioni sottoposte all'attenzione di questa Autorità originano dall'esperienza di studio, applicativa e di supporto rivolta a operatori bancari e finanziari, da un lato, e ad iniziative imprenditoriali basate su tecnologia blockchain e relativa emissione di cripto-attività all'estero, dall'altro.

L'allegato deve intendersi frutto delle comuni riflessioni di tutti gli autori.

Con i migliori saluti.

Avv. Raffaele Battaglini
Prof. Avv. Stefano A. Cerrato
Avv. Davide Davico
Notaio Remo Maria Morone

Avv. Raffaele Battaglini
Battaglini-De Sabato Law Firm
Via Davide Bertolotti n. 7
10121 Torino
battaglini@battaglinidesabato.com

Prof. Avv. Stefano A. Cerrato
Ordinario di Diritto Commerciale nell'Università di Torino
Via Luigi Mercantini, n. 5
10121 Torino
stefano@profcerrato.it

Avv. Davide Davico
Responsabile Affari Legali e Societari Gruppo ERSEL
Piazza Solferino n. 11
10121 Torino
davide.davico@ersel.it

Notaio Remo Maria Morone
Studio Notarile Morone
Via Luigi Mercantini, n. 5
10121 Torino
r.morone@studiomorone.it

OSSERVAZIONI

al Documento in consultazione pubblica "*Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*" del 19 marzo 2019

RILIEVI INTRODUTTIVI

La lettura del Documento, anche per la novità del tema trattato e dell'approccio adottato da Consob, suscita alcune preliminari considerazioni sull'iniziativa avviata dall'Autorità e sulle prospettive di una sua attuazione.

In Premessa Consob dichiara di essere sensibile al tema delle offerte iniziali e degli scambi di cripto-attività in connessione con le operazioni di ICO in quanto autorità deputata alla tutela degli investitori; e di voler ricevere commenti e proposte anche sulla proposta di approccio regolatorio delineato nel Documento.

La prima dichiarazione è fondamentale per delineare la «curvatura giuridica» dell'iniziativa prospettata dall'Autorità e l'ambito nel quale si colloca (il settore dei servizi finanziari) nonché le categorie di valori che è intesa a salvaguardare, vale a dire fiducia nel sistema finanziario, sua stabilità, trasparenza delle operazioni e correttezza dei comportamenti degli operatori, e per orientare conseguentemente gli scriventi nella formulazione di osservazioni, commenti e proposte.

La prospettazione di possibili interventi regolatori, ancorché non esplicitamente manifestata né dettagliata nei suoi passi futuri, prefigura invece scenari differenti. Per un verso, si potrebbe auspicare che il percorso avviato con il Documento sia parte di una strategia di sensibilizzazione del legislatore – secondo un modello che si potrebbe avvicinare a quello delle «spinte gentili» (nudges) teorizzato dal premio Nobel Richard Thaler – affinché siano introdotte norme primarie di definizione specifica del fenomeno con opportuna delega a Consob per l'adozione in via regolamentare di disposizioni attuative e di disciplina.

Di questi tempi, tuttavia – ancorché si registri una certa sensibilità per i temi delle nuove tecnologie, come testimoniato dall'adozione del d.l. 135/2018 (convertito, con modificazioni, dalla l. 12/2019) contenente tra l'altro la definizione di «tecnologie basate su registri distribuiti» che è alla base del fenomeno di cui il Documento si occupa – l'approccio «ortodosso» potrebbe rivelarsi inefficiente per il rischio di una dilatazione dei tempi di approvazione delle disposizioni primarie, vanificando o comunque pregiudicando l'utilità dell'iniziativa regolatoria. In questa ottica, gli scriventi sarebbero favorevoli anche ad un intervento diretto dell'Autorità sfruttando eventuali spazi di potestà regolamentare già esistenti, ed in effetti anche lumeggiati in alcuni interventi nel corso dell'audizione pubblica.

Ovviamente, quest'ultima strategia imporrebbe scelte necessariamente vincolate (e diverse da quelle prospettate nel Documento), riducendo la libertà di manovra dell'Autorità. Così, se si volesse individuare come «base giuridica» di intervento l'art. 100, comma 2, t.u.f. («*La Consob può individuare con regolamento le offerte al pubblico di prodotti finanziari alle quali le disposizioni del presente Capo non si applicano in tutto o in parte*») occorrerebbe di necessità imboccare la strada di qualificare le cripto-attività in termini di prodotti finanziari, peraltro con il non trascurabile rischio di veder sfuggire dal «recinto regolatorio» tutte le ICOs aventi ad oggetto token non qualificabili (o non sicuramente qualificabili) in termini di prodotto finanziario. Meno agevole appare invece il ricorso all'art. 18, comma 5, t.u.f., che affida al MEF, sentite Consob e Banca d'Italia, il potere di «*individuare, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari […], nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività di investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale possono esercitare i nuovi servizi e attività*».

Quale che sarà la via intrapresa, ritengono gli scriventi che sia indispensabile che l'intervento regolatorio non abdichi al proposito di tutelare adeguatamente gli investitori, specie se «deboli», a beneficio di una supposta maggiore appetibilità del nostro ordinamento per il *business* delle ICOs. Un set minimale di presidi sia generali (trasparenza, correttezza, intellegibilità di meccanismi e procedure, etc.) sia specifici (informazione agli investitori, diritti al disinvestimento, etc.) costituisce non solo un volano di crescita della fiducia e quindi di sviluppo del mercato ma anche – e prima di tutto – un preciso paradigma di attuazione del principio

Avv. Raffaele Battaglini
Battaglini-De Sabato Law Firm
Via Davide Bertolotti n. 7
10121 Torino
battaglini@battaglinidesabato.com

Prof. Avv. Stefano A. Cerrato
Ordinario di Diritto Commerciale nell'Università di Torino
Via Luigi Mercantini, n. 5
10121 Torino
stefano@profcerrato.it

Avv. Davide Davico
Responsabile Affari Legali e Societari Gruppo ERSEL
Piazza Solferino n. 11
10121 Torino
davide.davico@ersel.it

Notaio Remo Maria Morone
Studio Notarile Morone
Via Luigi Mercantini, n. 5
10121 Torino
r.morone@studiomorone.it

costituzionale dell'incoraggiamento e della tutela del risparmio scolpito nell'art. 47 della Carta.

****

ASPETTI DEFINITORI

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?

In relazione agli aspetti definitori, premesso che le cripto-attività riconducibili all'insieme degli strumenti finanziari e dei prodotti di investimento restano soggette alle disposizioni (di rango comunitario) che li regolano, Consob propone di introdurre una categoria – con valenza residuale – entro la quale far confluire tutte le altre cripto-attività contraddistinte dall'elemento dell'«investimento», sì da sottrarle ai paradigmi regolamentari dei «prodotti finanziari».

In sintesi, in base alla comprensione degli scriventi, la definizione proposta mira all'individuazione di una categoria *ad hoc* – al di fuori delle note categorie di strumenti finanziari, prodotti di investimento e prodotti finanziari – al fine di applicare una normativa specifica e semplificata rispetto a quella applicabile alle categorie ora menzionate in sede di emissione e negoziazione. In altre parole, Consob, similmente a quanto avvenuta a Malta, propone di normare una categoria giuridica che racchiuda il fenomeno dei cosiddetti token di utilità (*utility token*).

Nel condividere tale opzione, si suggerisce però un approccio metodologico che parta da un'osservazione più analitica del sottostante (payment token, security token e utility token quantomeno). Infatti, nell'interesse del mercato, appare prioritario fornire criteri interpretativi idonei a consentire una qualificazione condivisa della tipologia di token per chiarire, *in primis*, i caratteri che concorrano alla riconduzione di un determinato token alle categorie di «strumento finanziario» o «prodotto di investimento» con conseguente attrazione nel campo di applicazione della relativa disciplina normativa.

La definizione andrebbe probabilmente meglio circostanziata in termini di tassonomia delle diverse tipologie di *token* che si possono individuare nelle dinamiche di emissioni a oggi osservabili e attraverso un riferimento diretto al gergo di settore.

Invero, l'intento di Consob è lodevole e la definizione si muove nella direzione giusta pur presentando profili di miglioramento dovuti, essenzialmente, a tre considerazioni:

- ESMA, nel proprio recente *Advice*, utilizza il termine "crypto-asset" (cripto-attività in italiano) quale categoria generica e omniinclusiva di valori digitali che sfruttano la crittografia e la tecnologia dei registri distribuiti;
- il legislatore nazionale ha recentemente introdotto nel nostro ordinamento la nozione di "tecnologia a registro distribuito" (art. 8-ter, comma primo, D.L. 135/2018);
- residuerebbero i payment token, a prescindere dalla negoziazione su un sistema di scambi, e gli utility token, qualora non soggetti a negoziazione su un sistema di scambi.

Riteniamo, pertanto, che tali tre elementi, al fine di porsi in modo coerente con le indicazioni sovranazionali e quanto già adottatto a livello nazionale, vadano considerati *(i)* nella formulazione di una definizione nazionale di *utility token* invece di cripto-attività e *(ii)* nella specificazione che – ove concorrano gli elementi tipici dello «strumento finanziario» o del «prodotto di investimento» – il token sia disciplinato dalle relative regole. E, dunque, si propone la seguente definizione:

«*"token di investimento": indica una rappresentazione digitale di valore che incorpora diritti verso terzi creata, conservata e trasferita mediante tecnologia a registro distribuito ai sensi dell'art. 8-ter, comma primo, del d.l. 14 dicembre 2018, n. 135 convertito con L. 11 febbraio 2019 n. 12* (oppure*: ai sensi della normativa vigente)*

Avv. Raffaele Battaglini
Battaglini-De Sabato Law Firm
Via Davide Bertolotti n. 7
10121 Torino
battaglini@battaglinidesabato.com

Prof. Avv. Stefano A. Cerrato
Ordinario di Diritto Commerciale nell'Università di Torino
Via Luigi Mercantini, n. 5
10121 Torino
stefano@profcerrato.it

Avv. Davide Davico
Responsabile Affari Legali e Societari Gruppo ERSEL
Piazza Solferino n. 11
10121 Torino
davide.davico@ersel.it

Notaio Remo Maria Morone
Studio Notarile Morone
Via Luigi Mercantini, n. 5
10121 Torino
r.morone@studiomorone.it

e che abbia in via esclusiva o prevalente natura di investimento finanziario, esclusi gli strumenti di pagamento e gli strumenti finanziari».

Si precisa che, agli scriventi, non pare opportuno che l'identificazione del titolare dei diritti sia un elemento costitutivo della fattispecie definitoria in quanto tale caratteristica non influisce sulla qualificazione giuridica della cripto-attività (*rectius*: token di investimento); l'identificazione, peraltro, avverrebbe in base ad altre disposizioni in modo analogico o digitale.

Contestualmente, si potrebbe inserire nel vigente art. 1, comma 2, t.u.f., la specificazione che «*Per "strumento finanziario" si intende qualsiasi strumento riportato nella Sezione C dell'Allegato I, ancorché emesso in forma di token di investimento*» e nel medesimo art. 1, comma 1, lett. u), la precisazione che i token di investimento non sono prodotti finanziari.

Come anticipato, resta nondimeno opportuna una individuazione della normativa applicabile a tutti quei token che, non rientrando in nessuna delle predette categorie di strumenti finanziari, prodotti di investimento, prodotti finanzari e "token di investimento", porrebbero dubbi circa la loro categorizzazione giuridica (i "**Token non finanziari**").

In considerazione dell'assenza del carattere dell'investimento, si potrebbe ritenere che essi esulino dal perimetro del testo unico della finanza e siano pertanto soggetti – ove offerti a consumatori – alle disposizioni del codice del consumo (spec. artt. 49 ss.).

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?

Quanto alla finalità di finanziamento di progetti imprenditoriali, la terminologia usata appare poco circostanziata e per questo, nella definizione qui proposta, si è preferito usare il concetto di «*natura di investimento finanziario*». Infatti, il concetto di «progetto» non identifica un soggetto giuridico certo.

Si condivide la centralità della tecnologia a registro distribuito quale elemento determinante ai fini definitori.

La finalità di negoziazione su un sistema di scambi risulta accettabile a condizione che vi sia chiarezza della sorte giuridica e normativa dei token che non sono presenti su un sistema di scambi. Si ribadisce, infatti, la necessità che i Token non finanziari trovino una definizione propria e un ambito normativo di riferimento, quantomeno in ottica negativa escludendo che agli stessi sia applicabile la normativa inerente i valori mobiliari stante l'assenza, in via prevalente, della ricerca di un ritorno di natura finanziaria in forma di accrescimento del valore del *token* e/o di pagamento di interessi o dividendi, come sopra anche proposto.

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)?

Come anticipato, la definizione proposta da Consob potrebbe essere ulteriormente dettagliata, come da nostro suggerimento *sub* Q1, per cogliere meglio le peculiarità degli utility token che presentano finalità di investimento ferma restando l'esplicita esclusione di applicazione della normativa finanziaria ai Token non finanziari.

Q4: La disciplina vigente per strumenti e prodotti finanziari prevede regole all'ingresso volte a graduare i diversi presidi posti a tutela degli investitori; si condivide la previsione di una disciplina

Avv. Raffaele Battaglini
Battaglini-De Sabato Law Firm
Via Davide Bertolotti n. 7
10121 Torino
battaglini@battaglinidesabato.com

Prof. Avv. Stefano A. Cerrato
Ordinario di Diritto Commerciale nell'Università di Torino
Via Luigi Mercantini, n. 5
10121 Torino
stefano@profcerrato.it

Avv. Davide Davico
Responsabile Affari Legali e Societari Gruppo ERSEL
Piazza Solferino n. 11
10121 Torino
davide.davico@ersel.it

Notaio Remo Maria Morone
Studio Notarile Morone
Via Luigi Mercantini, n. 5
10121 Torino
r.morone@studiomorone.it

delle cripto-attività regolate che invece non contempla, ad esempio, soglie di valore per esenzioni (riferite alle emissioni sotto soglia) oppure maggiori presidi (per le emissioni sopra soglia)?

Ci si aspetta che, stante la finalità di investimento, siano adottati presidi di tutela degli investitori coerenti con il principio di proporzionalità con una relativa graduazione degli obblighi a carico delle piattaforme di raccolta e di scambio e degli emittenti sulla base di caratteristiche quantitative (ad esempio con l'introduzione di soglie di rilevanza ai fini dell'applicabilità di determinate previsioni di presidio) ma anche, quale alternativa, qualitative dell'emissione (ad es. previsione di forme di garanzia almeno parziale dell'investimento da parte di uno *sponsor* dell'emissione che potrebbe essere una banca o un intermediario vigilato ovvero un soggetto non avente tale natura ma che sia dotato di requisiti di patrimonializzazione idonei a tali fini).

Più in generale (anticipando qui quanto descritto in Q9), si ritiene desiderabile che la disciplina delle cripto-attività (o token di investimento secondo la definizione qui proposta) sia graduata tenendo conto della natura e delle caratteristiche dell'offerente, riflettendo anche sull'opportunità di precluderne l'accesso (previsto con il regime dell'*opt in*) alle iniziative che siano prive di un codice organizzativo adeguato a sorreggere, anche in prospettiva, un'attività economica.

In altri termini, si potrebbero declinare anche in questo ambito il principio (non più solo di diritto societario, dopo il d.lgs. 14/2019) degli «adeguati assetti organizzativi» e i doveri di comportamento dell'imprenditore riservando la disciplina in esame alle sole cripto-attività «emesse» da imprenditori organizzati in forma collettiva (società, eventualmente solo di capitali). Ciò in ragione della prevedibile e statisticamente probabile «non serietà» e quindi scarsa sostenibilità di un progetto sottostante ad una emissione di token non strutturato in forma imprenditoriale.

Tale opzione sarebbe altresì utile – sempre secondo la filosofia dei *nudges* – per selezionare a monte le iniziative meritevoli e indurle all'adozione di un modello organizzativo idoneo a favorirne la crescita e la successiva raccolta di risorse economiche, in stretta euritmia con il sistema fondato sulle piattaforme di *crowdfunding* a cui d'altronde Consob stessa dimostra di guardare (si veda immediatamente sotto).

Avv. Raffaele Battaglini
Battaglini-De Sabato Law Firm
Via Davide Bertolotti n. 7
10121 Torino
battaglini@battaglinidesabato.com

Prof. Avv. Stefano A. Cerrato
Ordinario di Diritto Commerciale nell'Università di Torino
Via Luigi Mercantini, n. 5
10121 Torino
stefano@profcerrato.it

Avv. Davide Davico
Responsabile Affari Legali e Societari Gruppo ERSEL
Piazza Solferino n. 11
10121 Torino
davide.davico@ersel.it

Notaio Remo Maria Morone
Studio Notarile Morone
Via Luigi Mercantini, n. 5
10121 Torino
r.morone@studiomorone.it

PIATTAFORME PER LE OFFERTE DI CRIPTO-ATTIVITÀ

Q5: Si condivide la proposta di ampliare la gamma delle attività che possono essere effettuate dai gestori di portali di *crowdfunding* a comprendere anche la promozione di offerte di cripto-attività di nuova emissione? Si chiede inoltre di fornire motivazioni e/o dati a supporto dell'identificazione di eventuali sinergie/opportunità che possano scaturire dallo svolgimento di entrambe le attività, oppure rispetto a eventuali ragioni di contrarietà

Il modello dei portali di *equity crowdfunding*, pur ancora con risultati lontani da mercati esteri quali Stati Uniti e Regno Unito, si sta affermando sul mercato domestico come dimostrato dalla continua crescita dei volumi di raccolta.

I gestori di tali piattaforme dispongono di presidi organizzativi idonei a gestire in via telematica campagne di raccolta fondi per investimenti in imprese e ciò li posiziona come ottimi candidati per gestire anche la promozione delle cripto-attività (*rectius*: Token di investimento).

Inoltre, i gestori di portali di *equity crowdfunding* sono già noti sul mercato per gestire il collocamento di azioni e quote, ossia investimento ad alto tasso di rischio quali sarebbero anche le cripto-attività (*rectius*: token di investimento). Da un punto di vista di possibili sinergie, la proposta di affidare ai portali di *crowdfunding* la promozione di offerte di cripto-attività (Token di investimento) si avvantaggerebbe delle professionalità e dell'esperienza maturata in questi tempi dai portali.

Ma non solo. Riflettendo da una prospettiva di sistema e muovendo dal presupposto che le emissioni di cripto-attività costituiscono un «mezzo» per il «fine» della promozione e dello sviluppo delle iniziative imprenditoriali, si potrebbe forse auspicare a livello legislativo – anche nel medio periodo – un più ambizioso disegno di coordinamento e omogeneizzazione di questi strumenti all'interno del quadro generale degli strumenti volti a favorire la nascita e crescita di piccole e medie imprese, a cui il legislatore nazionale ha già posto più volte mano e che oggi si compendia in un set di regole dedicate a start up innovative, a PMI innovative e, in una parte più limitata ma rilevante anche ai fini che ci occupano, a tutte le PMI.

In altri termini: oggi il Documento propone di affidare ai portali di *crowdfunding* la promozione di offerte di cripto-attività di nuova emissione ma la sensazione è che la scelta sia di mera «occasionalità», cioè legata alla circostanza che lo speciale meccanismo di collocamento fra il pubblico di azioni o quote di PMI sia quello che più appare adatto al collocamento di cripto-attività. E ciò si evince anche dall'interrogarsi sull'esistenza di sinergie o opportunità. Cogliendo questo stimolo, si invita la Consob a valutare la proposta, nelle opportune sedi, di regolamentare le emissioni di cripto-attività riconducendole a sistema con la disciplina di start up innovative, PMI innovative e PMI in genere e sottoponendole alle medesime disposizioni (dunque, essenzialmente: accesso al portale per la promozione di offerte di cripto-attività consentito soltanto a coloro che adottino la forma societaria di PMI).

Questo accrescerebbe le sinergie – già individuabili allo stato – derivanti dallo svolgimento di entrambe le attività che diverrebbero, a ben osservare, una medesima attività diversificata solamente in ragione della natura dello «strumento» utilizzato per la promozione dell'iniziativa economica al fine della raccolta di risorse.

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)?

La proposta è condivisa, per due ordini di ragioni.

In primo luogo, una maggior pluralità di offerta e concorrenza rappresenta il corretto stimolo di mercato per il miglioramento dei servizi offerti.

Avv. Raffaele Battaglini
Battaglini-De Sabato Law Firm
Via Davide Bertolotti n. 7
10121 Torino
battaglini@battaglinidesabato.com

Prof. Avv. Stefano A. Cerrato
Ordinario di Diritto Commerciale nell'Università di Torino
Via Luigi Mercantini, n. 5
10121 Torino
stefano@profcerrato.it

Avv. Davide Davico
Responsabile Affari Legali e Societari Gruppo ERSEL
Piazza Solferino n. 11
10121 Torino
davide.davico@ersel.it

Notaio Remo Maria Morone
Studio Notarile Morone
Via Luigi Mercantini, n. 5
10121 Torino
r.morone@studiomorone.it

In aggiunta, il mercato ha già mostrato come gli *exchange* possano essere utilmente usati come strumenti di emissione (mercato primario) e non solo per la negoziazione (mercato secondario). Si pensi infatti alle recenti Initial Exchange Offering effettuate con successo tramite *exchange*, in particolare la IEO di BitTorrent ospitata da Binance Launchpad.

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?

Si ritiene che un regime di *opt-in*, sebbene idoneo a garantire maggiore flessibilità nell'attuale fase di sviluppo del mercato, possa favorire l'insorgere di condotte distorsive (da parte degli emittenti che si astenessero dall'*opt-in*) che, sul lungo periodo, potrebbero ingenerare una crisi di fiducia rispetto alle emissioni in discorso presso il pubblico dei risparmiatori. In altri termini, il potenziale vantaggio del regime di *opt-in* in termini di sviluppo del mercato potrebbe essere inficiato dal disvalore connesso a pratiche scorrette difficilmente prevenibili.

Viceversa, a tutela del potenziale sviluppo del mercato sembra auspicabile che le emissioni siano sempre ricondotte nell'alveo sottoposto a vigilanza e che, piuttosto, si lavori nel senso di individuare un *iter* di autorizzazione all'emissione e alla commercializzazione il più possibile semplificato ed efficiente soprattutto per emissioni che, secondo quanto detto in Q4 presentino caratteristiche quali-quantitative tali da mitigare gli eventuali rischi alle stesse connessi.

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)?

Si ritiene che il collegamento di necessità tra emissione su piattaforma vigilata e accesso al sistema di scambi vigilato non comporti una maggior tutela degli investitori, a condizione che, in linea con quanto discusso *sub* Q15, l'organizzatore del sistema di scambi registrato presso la Consob verifichi la sussistenza e la pubblicità di adeguate informazioni per gli investitori sulle cripto-attività (*rectius*: token di investimento).

Q9: Quali requisiti minimi si ritiene che debbano possedere i soggetti che emettono cripto-attività, affinché queste ultime possano essere accettate per la negoziazione?

Il tema della qualificazione giuridica dell'emittente è cruciale.

Riteniamo che gli emittenti debbano essere soggetti giuridici identificati in modo certo cui siano riconducibili gli obblighi di tulela e le responsabilità normative applicabili (si pensi, per esempio, al Codice del Consumo e al GDPR). Inoltre, riprendendo quanto evidenziato in Q4 e Q5, è molto opportuno favorire un meccanismo di «selezione naturale» delle offerte prevedendo che l'accesso ai portali per la promozione delle cripto-attività sia riservata soltanto a soggetti qualificati da requisiti idonei a garantire la serietà dell'iniziativa.

Pertanto, suggeriamo che gli emittenti debbano avere le medesime caratteristiche soggettive e oggettive previste per l'accesso alle campagne di raccolta capitale sui portali di *equity crowdfunding*.

Avv. Raffaele Battaglini
Battaglini-De Sabato Law Firm
Via Davide Bertolotti n. 7
10121 Torino
battaglini@battaglinidesabato.com

Prof. Avv. Stefano A. Cerrato
Ordinario di Diritto Commerciale nell'Università di Torino
Via Luigi Mercantini, n. 5
10121 Torino
stefano@profcerrato.it

Avv. Davide Davico
Responsabile Affari Legali e Societari Gruppo ERSEL
Piazza Solferino n. 11
10121 Torino
davide.davico@ersel.it

Notaio Remo Maria Morone
Studio Notarile Morone
Via Luigi Mercantini, n. 5
10121 Torino
r.morone@studiomorone.it

SISTEMI DI SCAMBI DI CRIPTO-ATTIVITÀ

Q10: La proposta definizione di "*sistema di scambi di cripto-attività*" è idonea a comprendere i modelli di *business*, allo stato noti, di circuiti per la negoziazione di *crypto-asset*?

La definizione appare corretta con riferimento a scambio e negoziazione, restando inteso che la fase di adeguata verifica dei clienti va effettuata con intervento umano secondo criteri di adeguata organizzazione dell'attività.

La definzione, peraltro, pare includere anche il fenomeno degli exchange decentralizzati. Tuttavia, visti i requisiti di cui al Riquadro 5, tale inclusione è in realtà illusoria data l'assenza di un soggetto giuridico identificato che risulti essere l'organizzatore della piattaforma di scambio.

Q11: I requisiti sopra 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?

Sicuramente si tratta di presidi idonei a mitigare il rischio in oggetto.

Reputiamo tuttavia opportuno precisare che gli scambi all'interno di un *exchange* non richiedono necessariamente l'utilizzo della tecnologia a registro distribuito.

Q12: I requisiti sopra 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 finanziare, 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?

Sicuramente si tratta di presidi idonei a mitigare il rischio in oggetto. Al fine di avere una previsione tecnologicamente neutra, si suggerisce di adottare espressioni che richiamino concetti quali la diligenza.

Residua, tuttavia, il problema della custodia delle chiavi di accesso alle risorse finanziarie, alle cripto-valute e alle cripto-attività. Infatti, a seconda del tipo di *wallet* usato, in assenza di un terzo custode autorizzato, il titolare delle cripto-attività non avrebbe alcun modo di recuperare le chiavi di accesso eventualmente smarrite perdendo, in concreto, la possibilità di operare sulle cripto-attività.

Nell'ambito di un'adeguata sicurezza, è opportuno che, ai fini di valorizzare le peculiarità e concorrenzialità della nuova tecnologia, si consenta, e anzi incentivi, lo scambio dei token anche al di fuori delle piattaforme autorizzate, prevedendo, ad esempio, specifici obblighi inderogabili di consegna a carico degli intermediari in favore dei titolari, al verificarsi di certe condizioni.

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?

La sicurezza di una blockchain è in primo luogo data dal numero di nodi della rete. Più è alto il numero di nodi più è sicura la blockchain.

Pertanto, le cripto-attività (*rectius*: Token di Investimento) dovrebbero essere registrate e trasferite su una blockchain con un elevato numero di nodi. A oggi, solo le blockchain cosiddette pubbliche presentano tale caratteristica.

In conclusione, ove i sistemi di scambio di cripto-attività (*rectius*: Token di Investimento) siano basati su tecnologia a registro distribuito, al fine di ottenere un adeguato livello di sicurezza, dovrebbero essere

Avv. Raffaele Battaglini
Battaglini-De Sabato Law Firm
Via Davide Bertolotti n. 7
10121 Torino
battaglini@battaglinidesabato.com

Prof. Avv. Stefano A. Cerrato
Ordinario di Diritto Commerciale nell'Università di Torino
Via Luigi Mercantini, n. 5
10121 Torino
stefano@profcerrato.it

Avv. Davide Davico
Responsabile Affari Legali e Societari Gruppo ERSEL
Piazza Solferino n. 11
10121 Torino
davide.davico@ersel.it

Notaio Remo Maria Morone
Studio Notarile Morone
Via Luigi Mercantini, n. 5
10121 Torino
r.morone@studiomorone.it

realizzati su una blockchain pubblica e corredata da un sistema di identificazione dei vari attori coinvolti: utenti, emittente e fornitore del servizio. È opportuno precisare che non ci sembra rilevante che la blockchain sia permissioned: l'identificazione può avvenire anche con strumenti e tecniche offchain (ossia slegati dalla blockchain).

Infine, si osserva che la significativa maggioranza degli attuali sistemi di scambio non sono basati su tecnologia a registro distribuito (ossia la tecnologia alla base dei token), ma su tecnologia centralizzata.

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?

In merito all'introduzione di un regime di *opt-in* con riferimento ai sistemi di scambio, si ribadiscono le perplessità espresse nel commento a Q7 in relazione alla fase di emissione.

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?

Si condivide l'approccio in quanto, nell'attuale fase di mercato, è plausibile ritenere che gli organizzatori dei sistemi di scambio siano soggetti che, a differenza degli emittenti, dispongano di risorse organizzative sufficienti a espletare tale controllo preventivo nella fase transitoria.

Pragmaticamente, è da ritenersi opportuno che, onde evitare l'esclusione massiva di emissioni pre-esistenti dalla definizione del quadro normativo di riferimento, gli organizzatori dei sistemi di scambio subordinino l'ammissione alla negoziazione sul proprio sistema a seguito del positivo completamento di un processo di integrazione delle informazioni al mercato rispetto a quelle messe a disposizione degli investitori da parte dell'emittente al momento dell'emissione.