Kellerhals
Carrard

Spett.le CONSOB
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini, n. 3
00198 Roma
Italia

Lars Schlichting

Avvocato, LL.M. | Partner

lars.schlichting@kellerhals-carrard.ch

Umberto Milano

Avvocato, LL.M. | Associate

umberto.milano@kellerhals-carrard.ch

4 giugno 2019

Oggetto: le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività - documento per la discussione - osservazioni

Il 19 marzo 2019 la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa ("**CONSOB**") ha avviato una consultazione pubblica mediante la pubblicazione di un documento (il "**Documento per la Discussione**") al fine di avviare un dibattito a livello nazionale sul tema delle offerte iniziali e degli scambi di cripto-attività.

Kellerhals Carrard Lugano SA è uno studio legale con sede a Lugano, Svizzera, e conta tra i suoi professionisti anche avvocati abilitati in Italia. Nell'ambito dell'ordinamento elvetico, Kellerhals Carrard Lugano SA ha maturato un'esperienza pluriennale nel settore interessato dalla consultazione in oggetto (in particolare, delle *initial coin offerings*). Inoltre, in considerazione del carattere intrinsecamente transfrontaliero delle tecnologie basate su registri distribuiti, Kellerhals Carrard Lugano SA presta assistenza a livello globale.

Con la presente, pertanto, Kellerhals Carrard Lugano SA intende sottoporre all'attenzione della CONSOB le seguenti osservazioni in relazione a ciascuno dei quesiti posti in consultazione i quali, per facilità di riferimento, sono riportati integralmente nel testo.

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?

Il Documento per la Discussione propone una definizione di cripto-attività quali: "*(i) registrazioni digitali rappresentative di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali; (ii) create, conservate e trasferite mediante tecnologie basate su registri distribuiti; (iii) che consentono l'identificazione del titolare dei diritti relativi agli investimenti sottostanti e incorporati in tali cripto-attività; e (iv) destinate ad essere negoziate o che sono negoziate all'interno di uno o più sistemi di scambi*".

Al fine di una corretta analisi della medesima occorre soffermarsi su ciascuno degli elementi di cui essa si compone.

(i) Registrazioni digitali rappresentative di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali

Occorre scindere ulteriormente tale elemento nelle sue singole voci.

Si condivide che le cripto-attività siano definite come "*registrazioni digitali*", in quanto la loro stessa esistenza (nonché precipua caratteristica) consiste nell'iscrizione su di un registro distribuito (*cfr. infra* n. (ii))

Non si condivide, tuttavia, che le cripto-attività siano necessariamente "*rappresentative di diritti*". In via preliminare, si rileva infatti come lo scopo della definizione proposta sia quello di sottrarre le cripto-attività che presentino caratteristiche tali da integrare la definizione di prodotti finanziari di cui all'art. 1, comma 1, lett. u), del D. Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998 ("**TUF**") dalla disciplina applicabile a questi ultimi, specie in materia di offerta pubblica e di promozione e collocamento a distanza (a condizione, tuttavia, che i promotori dell'iniziativa/emittenti aderiscano al sistema di *opt-in* previsto dal Documento per la Discussione). Sul piano sostanziale, pertanto, si ritiene che il tratto saliente delle cripto-attività sia da individuarsi non tanto nella rappresentatività di diritti (che può mancare, come nel caso delle cripto-valute in senso stretto), quanto piuttosto nella loro assimilabilità alla categoria dei prodotti finanziari (*rectius*, alla più ristretta categoria delle altre forme di investimento di natura finanziaria, che, come circonstanziato dalla stessa CONSOB, richiedono la compresenza di tre elementi: (i) un impiego di capitale; (ii) una promessa/aspettativa di rendimento di natura finanziaria; e (iii) un'assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all'impiego di capitale) (*cfr*. *infra*. par. Q3)[1].

Nemmeno si condivide il principio per cui tali diritti siano necessariamente "*connessi a investimenti in progetti imprenditoriali*". Salvo attribuire alla locuzione un significato oltremodo esteso, infatti, la previsione di un simile requisito non consentirebbe di catturare nella definizione proposta le cripto-attività frutto di c.d. tokenizzazione, ovvero il processo di incorporazione dei diritti relativi a determinati *asset* (generalmente illiquidi) in cripto-attività che li rappresentano su di un registro distribuito al fine di agevolarne la negoziabilità. In considerazione della rilevanza di questa categoria di cripto-attività[2], non risulta opportuno escluderle dalla definizione (e dunque dalla possibilità di beneficiare del regime agevolato di cui sopra).

---

[1] Si evidenzia, inoltre, come la natura finanziaria delle cripto-attività possa venir meno (o al contrario sopraggiungere) a dipendenza delle vicende che le interessano (negoziazione su uno o più sistemi di scambi, possibilità di utilizzo al momento dell'emissione, "sblocco" di ulteriori funzionalità, etc.). Si ritiene, pertanto, che la sussistenza di tale natura finanziaria debba essere valutata al momento della offerta pubblica e/o della promozione e del collocamento a distanza di tali cripto-attività.

[2] *Cfr*. ESMA, *Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 9 gennaio 2019, ESMA50-157-1391, N. 72, secondo cui la c.d. tokenizzazione rappresenta una delle evoluzioni che, nel lungo periodo, potrebbe portare maggiormente beneficio tanto agli operatori del settore, quanto agli investitori.

(ii) Create, conservate e trasferite mediante tecnologie basate su registri distribuiti

Come anticipato *supra* n. (i), si condivide la centralità riservata all'elemento dell'impiego di tecnologia basata su registri distribuiti.

Si osserva, tuttavia, come la definizione di "*tecnologie basate su registri distribuiti*" introdotta dal legislatore con l'art. 8-*ter* della L. n. 12 dell'11 febbraio 2019, espressamente ripresa nella prospettata definizione di cripto-attività, risulti, per molti aspetti difettosa. Innanzitutto, è tautologica, nella misura in cui definisce le "*tecnologie basate su registri distribuiti*" come "*tecnologie […] che usano un registro […] distribuito […]*"; inoltre, è contraddittoria, nella misura in cui prevede sia la possibilità di un "*aggiornamento*" dei dati iscritti nel registro, sia la "*non alterabilità e non modificabilità*" degli stessi; è oscura, nella misura in cui non fornisce elementi concreti sulla base dei quali interpretare gli elementi dell'"*architettura decentralizzata su basi crittografiche*"; è inesatta, nella misura in cui prevede, in via assoluta, la "*non alterabilità e non modificabilità*" dei dati (atteso che alterazioni e modificazioni potrebbero aversi nell'ambito, ad esempio, di un c.d. attacco del 51%); infine, è incompleta, nella misura in cui non valorizza a sufficienza l'elemento del meccanismo di consenso per l'iscrizione dei dati su tali registri.

Ciononostante, l'introduzione nell'ambito della regolamentazione secondaria di una diversa definizione di "*tecnologie basate su registri distribuiti*" darebbe luogo a pericolosi difetti di coordinamento forieri di significativa incertezza giuridica.

In conclusione, pertanto, pur con le riserve di cui sopra, si condivide la valorizzazione della definizione di "*tecnologie basate su registri distribuiti*" di cui all'art. 8-*ter* della L. n. 12 dell'11 febbraio 2019, per quanto imperfetta.

(iii) Che consentono l'identificazione del titolare dei diritti relativi agli investimenti sottostanti e incorporati in tali cripto-attività

Non si condivide l'elemento per cui le cripto-attività consentano necessariamente "*l'identificazione del titolare dei diritti relativi agli investimenti sottostanti e incorporati in tali cripto-attività*".

I rischi relativi al carattere anonimo (*rectius*, pseudonimo) delle cripto-attività in materia di riciclaggio di denaro e finanziamento del terrorismo, infatti, andrebbero più correttamente affrontati prevedendo in capo agli operatori del settore il rispetto dei relativi obblighi[3], invece che includere l'identificabilità del titolare tra gli elementi costitutivi della definizione di cripto-attività.

---

[3] Cfr. FINANCIAL ACTION TASK FORCE (FATF), *International Standards on Combating Money Laundering and the Financing of Terrorism & Proliferation: The FATF Recommendations*, Ottobre 2018, N. 15.

Un simile requisito, peraltro, non sembra connotare la contigua categoria dei prodotti finanziari (alla cui disciplina, mediante il regime agevolato tratteggiato nel Documento per la Discussione, si intende sottrarre le cripto-attività).

(iv) Destinate ad essere negoziate o sono negoziate all'interno di uno o più sistemi di scambi

Non si condivide l'elemento per cui le cripto-attività siano necessariamente "*destinate ad essere negoziate o sono negoziate all'interno di uno o più sistemi di scambi*", in quanto non tutte le cripto-attività emesse sul mercato primario sono, in concreto o nelle intenzioni dell'emittente, negoziate anche sul mercato secondario[4].

Al pari di quanto detto *supra* n. (iii), peraltro, un simile requisito non sembra connotare la contigua categoria dei prodotti finanziari.

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?

Cfr. *supra* par. Q1.

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)?

Nella prospettiva richiamata *supra* par. Q1(i) di voler introdurre per le cripto-attività un regime di maggior favore rispetto a quello applicabile ai prodotti finanziari in materia di offerta pubblica e promozione e collocamento a distanza, la definizione proposta manca di valorizzare a sufficienza l'elemento sostanziale dell'investimento (correttamente delimitato, al fine di escludere dal campo di applicazione della medesima gli strumenti finanziari e i prodotti di investimento), incardinandosi invece quasi esclusivamente su criteri formali (quali l'uso di tecnologie basate su registri distribuiti, l'identificabilità del titolare, e la negoziazione o negoziabilità delle cripto-attività)[5].

Ne risulta una definizione eccessivamente ampia, inclusiva sia di cripto-attività effettivamente suscettibili di integrare la definizione di prodotti finanziari (incluse, però, anche le cripto-attività qualificabili come strumenti finanziari e prodotti di investimento), sia di cripto-attività che, per le loro intrinseche caratteristiche, ed a prescindere dall'elemento della

[4] *Cfr*. ESMA, *Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 9 gennaio 2019, ESMA50-157-1391, N. 35, secondo cui solo tra un quarto e un terzo dei *token* emessi nell'ambito di un'offerta pubblica sono negoziati.

[5] Salvo un generico riferimento agli "*investimenti sottostanti*", insufficiente, tuttavia, a connotare appropriatamente il fenomeno.

negoziazione o negoziabilità richiamato nel quesito in esame, non ricadrebbero entro tale categoria (ed alle quali, pertanto, la disciplina relativa ai prodotti finanziari non sarebbe applicabile in radice).

Al fine di stabilire una più stretta correlazione tra la prospettata nozione di cripto-attività ed il regime ad esse applicabile (ovvero l'esenzione dalla normativa applicabile ai prodotti finanziari in materia di offerta pubblica e promozione e collocamento a distanza) occorrerebbe valorizzare maggiormente il criterio sostanziale circa la natura delle cripto-attività quali prodotti finanziari (ad esclusione, tuttavia, del sotto-insieme degli strumenti finanziari e dei prodotti di investimento), di modo che la relativa definizione catturi esclusivamente le cripto-attività assimilabili a questi ultimi.

In conclusione, una definizione che tenga conto di quanto illustrato (incluso *supra* par. Q1) potrebbe essere la seguente: "*(i) i prodotti finanziari, diversi dagli strumenti finanziari e dai prodotti di investimento, che consistono in; (ii) registrazioni digitali; (iii) create, conservate e trasferite mediante tecnologie basate su registri distribuiti*".

Sul piano terminologico, proprio al fine di consentire una più agevole assimilazione delle cripto-attività ai prodotti finanziari (diversi dagli strumenti finanziari e dai prodotti di investimento), una più corretta denominazione della categoria in questione, potrebbe essere quella di "*token di investimento*" o "*investment token*".

Ai fini di inquadramento del fenomeno nell'ambito della più ampia disciplina prevista dal TUF si potrebbe dunque concludere per la seguente tassonomia:

Security token:.....	*token* che integrano la definizione di strumenti finanziari o di prodotti di investimento
Investment token:	*token* che integrano la definizione di prodotti finanziari (con esclusione, tuttavia, degli strumenti finanziari e dei prodotti finanziari) <u>in caso di *opt-in*, esenzione dalla disciplina in materia di offerta pubblica e promozione e collocamento a distanza</u>
Payment token/utility token:.....	*token* che **non** integrano la definizione di strumenti finanziari, di prodotti di investimento o di prodotti finanziario (categoria residuale)

Tale tassonomia (con la distinzione, non rilevante ai fini del presente documento, ma altrimenti auspicabile, tra *utility token* e *payment token*), pur tenendo conto delle particolarità legate alla nozione domestica di

prodotto finanziario, risulterebbe maggiormente in linea con gli *standard* delineatisi nel contesto giuridico internazionale[6], favorendo lo sviluppo di attività *cross-border*.

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 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)?

Non si condivide la mancata previsione di soglie di valore (ed in generale di esenzioni) nel disciplinare l'offerta pubblica di cripto-attività.

Si rileva infatti come le stesse *rationes* sottese all'applicazione delle esenzioni previste dalla disciplina vigente in materia di prodotti finanziari possano generalmente trovare applicazione anche nel caso di offerte al pubblico di cripto-attività.

Nel caso in cui, peraltro, le cripto-attività siano qualificate come *species* del più ampio *genus* dei prodotti finanziari (da cui si distinguano, tuttavia, per la particolare infrastruttura tecnologica utilizzata, *cfr*. *supra* par. Q3), l'applicabilità delle esenzioni in parola dovrebbe automaticamente discendere da tale loro qualificazione.

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

Si condivide la proposta, dal momento che la promozione di offerte di cripto-attività presenta numerosi aspetti di analogia con quella relativa ad offerte per la raccolta di capitale di rischio svolta dai gestori di portali di *crowdfunding* ai sensi del Regolamento CONSOB n. 18592 del 26 giugno 2013.

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

---

[6] *Cfr*. ESMA, *Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 9 gennaio 2019, ESMA50-157-1391, N. 80, in cui si opera una distinzione tra cripto-attività qualificate come "*investment-type*", "*utility-type*" e "*payment-type*", riconoscendo altresì la possibilità di strutture ibride tra quelle appena enunciate. *Cfr*. anche AUTORITÀ FEDERALE DI VIGILANZA SUI MERCATI FINANZIARI (FINMA), Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle *initial coin offering* (ICO), 16 febbraio 2018, p. 2/11 (disponibile in italiano al seguente indirizzo: https://www.finma.ch/it/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/). L'utilità di un tale approccio, peraltro, è stata riconosciuta anche in SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDERS GROUP (SMSG), *Advice to ESMA, Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 19 ottobre 2018, ESMA22-106-1338, N. 14.

(ovvero che non abbiano già avviato un'operatività quali gestori di portali per le offerte di *crowdfunding* autorizzati dalla Consob)?

Non si condivide la proposta, che comporterebbe un'inutile complicazione del sistema autorizzativo. Tale considerazione muove in particolare dal fatto che, come previsto nello stesso Documento per la Discussione, i requisiti soggettivi richiesti per lo svolgimento dell'attività di gestione di piattaforme per le offerte di cripto-attività sarebbero analoghi a quelli attualmente previsti per i gestori di portali di *crowdfunding*.

Si ritiene tuttavia opportuno prevedere una deroga in relazione a quanto previsto in materia di c.d. *initial exchange offering* (*cfr*. *infra* par. Q9).

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 condivide l'approccio delineato, specificando tuttavia che, come attualmente previsto per i gestori di portali di *crowdfunding*, la verifica sulle offerte promosse tramite le piattaforme in questione dovrebbe limitarsi ad avere carattere formale (in merito, ad esempio, a: (i) l'identificazione dei promotori dell'iniziativa/emittenti; (ii) il soddisfacimento, da parte dei medesimi, di eventuali requisiti soggettivi (di organizzazione, capitalizzazione, professionalità, etc.); (iii) la completezza dell'informazione sulle offerte; e (iv) l'esclusione di possibili conflitti di interesse); viceversa, nessuna responsabilità dovrebbe discendere in capo al gestore della piattaforma nei confronti degli investitori in cripto-attività ivi promosse in relazione alla bontà del progetto imprenditoriale sottostante (come sembrerebbe ipotizzarsi, invece, nel Documento per la Discussione).

Si condivide inoltre la previsione di un regime di *opt-in*, il quale si ritiene consenta di bilanciare adeguatamente gli interessi dei promotori dell'iniziativa/emittenti con quelli dei potenziali investitori in cripto-attività.

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)?

Non si ritiene opportuno stabilire tale stretto collegamento (intesa come ulteriore condizione, per poter beneficiare del regime agevolato tratteggiato nel Documento per la Discussione, oltre che di realizzare l'offerta sul mercato primario tramite una piattaforma vigilata, anche di dover accedere ad un sistema di scambi vigilato).

Come già evidenziato (*cfr*. *supra* par. Q1), infatti, la negoziazione o negoziabilità non costituisce un carattere intrinseco delle cripto-attività.

Inoltre, se inteso in termini assoluti, tale stretto collegamento precluderebbe ai promotori dell'iniziativa/emittenti (in Italia) di richiedere l'ammissione a negoziazione delle proprie cripto-attività presso un sistema di scambi estero, restringendo eccessivamente l'attività *cross-border*.

Da ultimo, si segnala come una recente tendenza sul mercato di riferimento sia quella di realizzare l'offerta iniziale di cripto-attività direttamente per il tramite di un sistema di scambi (c.d. *initial exchange offering*). Per questo genere di offerte, sembrerebbe ragionevole prevedere che, al fine di beneficiare del regime agevolato delineato nel Documento per la Discussione, l'offerta debba essere effettuata attraverso un sistema di scambi vigilato responsabile di verificare la sussistenza di eventuali requisiti minimi in relazione alla medesima. A tale riguardo, risulta dunque opportuno prevedere, come nel Documento per la Discussione, che l'iscrizione nell'apposito registro della CONSOB possa essere richiesta, oltre che dai gestori di sedi di negoziazione, anche dai gestori di portali di *crowdfunding* (a condizione, beninteso, che soddisfino gli ulteriori requisiti stabiliti per tali sedi di negoziazione).

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

Si ritiene che i promotori dell'iniziativa/emittenti debbano possedere requisiti minimi di organizzazione tali da rendere chiaramente imputabile l'iniziativa a soggetti in grado di offrire garanzie minime (quali associazioni, fondazioni o società commerciali e ad esclusione, quindi, di persone fisiche o *networks* di sviluppatori).

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*?

Si ritiene di sì.

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?

Si ritiene di sì; in aggiunta, tuttavia, i sistemi di scambi di cripto-attività dovrebbero anche implementare misure atte a prevenire ed identificare eventuali abusi di informazioni privilegiate e manipolazioni del mercato.

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?

Ai fini del presente quesito, occorre distinguere tra sistemi di scambi decentralizzati (nei quali è l'utente a mantenere il controllo delle chiavi private attraverso cui disporre delle proprie cripto-attività) o centralizzati (nei quali è il sistema di scambi a mantenere il controllo delle chiavi private dei propri utenti)[7].

Con riferimento ai primi, si ritiene che i requisiti in questione siano sufficienti a neutralizzare i rischi connessi alla custodia delle cripto-attività da parte del sistema.

Con riferimento ai secondi, al fine di garantirne maggiormente la sicurezza specie in relazione al profilo della custodia, si ritiene opportuno dettagliare ulteriormente i presidi di organizzazione e funzionamento (prevedendo espressamente l'obbligo di ricorrere, ad esempio, a "*cold storages*", "*multisignature wallets*", etc.) oltre che la previsione di garanzie aggiuntive quali l'obbligo per tali sistemi di mantenere adeguate coperture per le cripto-attività detenute in custodia (attraverso, ad esempio, il ricorso a depositi, fidejussioni o assicurazioni).

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 previsione nel Documento per la Discussione per cui i sistemi di scambi dovrebbero rendere inutilizzabili le tecnologie basate su registri distribuiti nella forma c.d. *permissionless* risulta, probabilmente, da un fraintendimento del sottostante fenomeno tecnologico.

Tale caratteristica, infatti, afferisce esclusivamente alla possibilità per qualsiasi soggetto, nell'ambito di un'infrastruttura c.d. *permissionless*, di operare un "nodo" della rete su cui il registro è distribuito (a differenza delle infrastrutture c.d. *permissioned*, in cui tale facoltà è riconosciuta soltanto in capo a soggetti pre-selezionati).

L'utilizzo di un'infrastruttura c.d. *permissionless*, tuttavia, non pregiudica la possibilità di procedere all'identificazione (anche ai fini della rilevante normativa in materia di contrasto al riciclaggio di denaro e al finanziamento del terrorismo) dei soggetti che, sulla base delle registrazioni ivi iscritte, risultino titolari di cripto-attività.

Una simile preclusione, peraltro, non consentirebbe di ammettere a negoziazione sui sistemi di scambi vigilati una larga parte delle cripto-attività attualmente in circolazione (e, in prospettiva, di futura emissione), le quali fanno appunto ricorso agli *standard* infrastrutturali offerti da tecnologie basate su registri distribuiti c.d. *permissionless* (che costituiscono attualmente lo *standard* di mercato). Impedire l'uso di queste tecnologie limiterebbe significativamente lo sviluppo del mercato italiano legato alle tecnologie basate su registri distribuiti.

---

[7] *Cfr*. ESMA, *Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 9 gennaio 2019, ESMA50-157-1391, N. 190 e ss.

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?

Si condivide la scelta, fermo restando che come, per l'offerta sul mercato primario, la possibilità di ricorrere ad una piattaforma vigilata debba più correttamente intendersi riferita in capo ai promotori dell'iniziativa/emittenti (piuttosto che al sistema di scambi, come sembra invece emergere dal Documento per la Discussione).

Inoltre, per i motivi illustrati *supra* par. Q8, la scelta di aderire al meccanismo di *opt-in* non dovrebbe essere una condizione ulteriore (rispetto alla promozione dell'offerta pubblica attraverso una piattaforma vigilata) perché i promotori dell'iniziativa/emittenti possano beneficiare del regime agevolato tratteggiato nel Documento per la Discussione.

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?

Non si ritiene opportuno apporre tale condizione, che escluderebbe di fatto l'ammissibilità a negoziazione di larga parte delle cripto-attività attualmente in circolazione, salvo non prevedere, sulla scorta delle *best practices* correnti nel mercato di riferimento, una soglia di adeguatezza informativa tale per cui la condizione in parola possa comunque vedersi agevolmente soddisfatta.

* * *

Con osservanza,

Avv. Lars Schlichting Avv. Umberto Milano