

Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività

Rapporto finale

2 gennaio 2020

1. Introduzione

In data 19 marzo 2019 la Consob ha pubblicato un documento per la discussione avente ad oggetto «Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività»¹. Il 21 maggio 2019 presso l'Università Bocconi si è tenuto un *public hearing* cui hanno preso parte oltre 200 partecipanti. La consultazione si è chiusa il 5 giugno 2019, con 61 risposte pervenute (di cui 8 esponenti del mondo accademico, 4 associazioni di categoria, 7 da associazioni di categoria FinTech, 2 operatori di mercato *incumbent*, 12 operatori di mercato FinTech, 25 studi legali/professionali, 3 persone fisiche)².

Con il presente documento si fornisce un riscontro sulle questioni emerse dall'analisi delle risposte alla consultazione.

2. Aspetti definitivi

Con riguardo agli aspetti definitivi, dai contributi pervenuti è emersa una particolare attenzione sui punti di seguito trattati.

2.1. Distinzione rispetto alla categoria degli strumenti finanziari

In particolare, è stato evidenziato come dalla definizione di cripto-attività proposta non risulti sufficientemente chiara (e quindi accertabile nel caso concreto) la distinzione tra le cripto-attività riconducibili alla categoria degli strumenti finanziari e quelle non riconducibili. Molti dei soggetti rispondenti auspicano l'introduzione di un più esplicito criterio ermeneutico per operare tale distinzione³.

Come noto, la nozione di “strumento finanziario” è contenuta nella normativa eurounitaria di riferimento (disciplina MiFID). Tale normativa europea di armonizzazione è sovraordinata nella gerarchia delle fonti e postula una regolamentazione omogenea che riconduca a unità anche i profili

¹ La prima parte del documento contiene una descrizione del fenomeno di diffusione delle ICO e dei suoi aspetti tecnologici, finanziari e giuridici, nonché un'analisi comparatistica delle iniziative al riguardo intraprese in altri Stati Europei; nella seconda parte viene proposta una definizione di cripto-attività, delineata secondo quelli che si presentano come gli elementi costitutivi del fenomeno, e prodromica alla realizzazione di una regolamentazione *ad hoc*; nella terza parte viene delineato un approccio regolatorio rispetto alle offerte di cripto-attività in sede di prima emissione, incentrato sul ruolo delle piattaforme per la loro promozione; ed infine viene proposta una disciplina per la successiva fase di negoziazione delle cripto-attività, imperniata sul ruolo degli organizzatori dei sistemi di scambio. Il documento include inoltre 15 quesiti rivolti agli *stakeholders*.

² In Allegato l'elenco delle risposte pervenute che hanno autorizzato la pubblicazione.

³ In subordine, taluni suggeriscono anche di fornire un'analisi casistica (ad es. attraverso una tabella esemplificativa o un simile strumento) ovvero di attivare un canale permanente di confronto fra industria e autorità per questi aspetti definitivi/interpretativi.

definitori in materia, tra l'altro, di strumenti finanziari. Ciò impegna le Autorità nazionali a evitare "aggiunte normative" e a esercitare i propri poteri in armonia con le disposizioni europee.

Pertanto, detta normativa eurounitaria in materia di strumenti finanziari non è suscettibile di essere integrata a livello nazionale, anche indirettamente, con criteri definitivi aggiuntivi che, nel caso di specie, potrebbero essere rappresentati da quegli ulteriori elementi di distinzione (tra strumenti finanziari e crypto-attività) di cui i suddetti rispondenti auspicano l'introduzione nell'ipotizzata disciplina in discorso.

I criteri ermeneutici per operare la distinzione richiesta sono rinvenibili nella disciplina europea, ove è codificato un catalogo di categorie di strumenti finanziari⁴ che consente un giudizio di comparabilità per individuare le ipotesi in cui le caratteristiche di un *crypto asset* (nonché della connessa operatività) portino a ritenere la sussistenza di caratteristiche di stringente analogia rispetto a quelle che comunemente contraddistinguono le categorie di strumenti finanziari elencate nella normativa europea⁵.

Analoghe valutazioni sono svolte con riferimento ai prodotti di investimento di cui all'art. 1 comma 1, lettere *w-bis.1*, *w-bis.2* e *w-bis.3* del TUF che formano anch'essi oggetto, come noto, di disposizioni europee di armonizzazione.

2.2. Tecnologia DLT

Con riferimento alla tecnologia sottostante, alcuni rispondenti hanno condivisibilmente sottolineato come le locuzioni di "*distributed ledger technology*" e "*blockchain*" siano talvolta utilizzate come sinonimi, mentre in realtà fra le due sussiste una distinzione, in quanto la tecnologia *blockchain* rappresenta una *species* del più ampio *genus* della tecnologia DLT. Pur essendo generalmente condiviso dai rispondenti l'impiego della specifica definizione di "tecnologia basata su registri distribuiti" – di cui alla definizione presente nel decreto-legge 14 dicembre 2018, n. 135 (decreto Semplificazioni) – alcuni suggeriscono, in alternativa, di formulare i riferimenti alla tecnologia sottostante in modo ampio, al fine di ricomprendere in essa anche altre tecnologie innovative idonee a consentire le stesse funzioni.

⁴Pertanto (i) e azioni e altri titoli equivalenti, (ii) le obbligazioni e altre forme di debito cartolarizzato, (iii) qualsiasi altro titolo che conferisca il diritto di acquistare o vendere tali valori mobiliari o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi d'interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure, (iv) gli altri contratti finanziari derivati, (v) gli strumenti del mercato monetario (vi) le quote di organismi di investimento collettivo del risparmio.

⁵ In questo senso, quale ulteriore criterio ermeneutico, si veda anche ECB Occasional Paper Series No 223 / May 2019 "Crypto-Assets: Implications for financial stability, monetary policy, and payments and market infrastructures":

- "In this paper, the term "crypto-asset" denotes any asset recorded in digital form that is not and does not represent either a financial claim on, or a financial liability of, any natural or legal person, and which does not embody a proprietary right against an entity" (pag. 7) e "...the distinctive feature of crypto-assets, as defined in this paper, from which they derive their specific risk profile, is the lack of an underlying claim/liability" (pagg. 7-8);
- "A crypto-asset [as defined in this paper] is not a financial instrument, as listed in Section C of Annex 1 of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), as that would typically represent a financial liability or equity on the side of some issuer. [...] A crypto-asset as defined in this paper is not a mere representation of any of the above-mentioned financial assets. Mere digital representations of existing assets are referred to as 'tokens', which allow recording these assets by means of a different technology. The same technology-neutral rules and legal provisions shall therefore apply, to the extent possible, to the issuance, bookkeeping and use of these "tokens" as they apply to the financial assets they represent" (pagg. 8-9).

È stato evidenziato come l'impiego di tecnologie di tipo DLT, per quanto elemento peculiare delle cripto-attività, non sia di per sé idoneo a delimitare la categoria, in quanto potenzialmente presente anche in fattispecie che possono ricadere nell'ambito degli strumenti finanziari (nella forma dei *security token*) così come dei *pure commodity token*.

Secondo alcuni, all'interno della categoria delle *blockchain* andrebbero ulteriormente distinte le *blockchain permissioned* da quelle *permissionless* (le *permissionless* sarebbero le più diffuse e secondo alcuni contributi presenterebbero profili di sicurezza analoghi alle *blockchain permissioned*).

Si condivide l'opportunità di distinguere la nozione di *blockchain* da quella di tecnologia DLT da intendersi, quest'ultima, come categoria più ampia nell'ambito della quale è sviluppata la tecnologia *blockchain*. In proposito, nella Risoluzione del Parlamento europeo del 3 ottobre 2018 sulle tecnologie di registro distribuito e *blockchain* ([2017/2772\(RSP\)](#)) viene precisato che “*la blockchain è solo uno dei vari tipi di DLT; [...] alcune soluzioni DLT memorizzano tutte le singole transazioni in blocchi collegati tra di loro in ordine cronologico per creare una catena che garantisce la sicurezza e l'integrità dei dati*”. Pertanto, in sede definitoria pare corretto operare un riferimento alla sola tecnologia DLT, la cui traduzione in italiano è stata già operata dal legislatore proprio con la previsione di cui al Decreto Semplificazioni.

Al momento attuale non si reputa opportuno aprire ad altre tecnologie diverse dalla definizione di cui al decreto Semplificazioni.

La disciplina ipotizzata dalla Consob sulle «offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività» muove dalla ritenuta esigenza di disciplinare le ICO che tipicamente si caratterizzano nella prassi operativa per l'utilizzo della tecnologia DLT e, pertanto, tale ipotizzata disciplina include quale elemento definitorio la tecnologia basata su registri distribuiti considerata la portata innovativa di tale tecnologia e in considerazione della continua evoluzione della stessa che necessita di un quadro giuridico che ne consenta lo sviluppo, fungendo da riferimento per gli operatori e promuovendo nel contempo la protezione degli investitori. Ciò posto, se è vero - come viene osservato - che l'impiego di tecnologie di tipo DLT può essere potenzialmente presente anche in fattispecie che possono ricadere nell'ambito degli strumenti finanziari, è altresì stato chiarito che la proposta normativa della Consob non è finalizzata a disciplinare operazioni su strumenti finanziari o *token* che ne condividano le caratteristiche. Pertanto, nel regime *ad hoc* tratteggiato dalla Consob la tecnologia DLT rileva ai soli fini delle offerte di *token* non assimilabili agli strumenti finanziari.

Peraltro, nell'ambito delle tecnologie basate su registri distribuiti, non si ritiene opportuno operare dei distinguo, quantomeno a livello di definizione di una cripto-attività, in base alla *governance* della tecnologia stessa, ovvero fra *blockchain* di tipo *permissioned* o di tipo *permissionless* (cfr. *infra*).

In ultimo, quanto alle osservazioni sulla sufficienza o meno dell'elemento tecnologico per delineare il perimetro delle cripto-attività, considerato che la definizione risulta fondata su ulteriori elementi altrettanto essenziali di quello tecnologico e che pertanto si ritiene debbano ricorrere tutti.

2.3. Riferimento ad un Progetto Imprenditoriale

Per quanto concerne il riferimento ad un progetto imprenditoriale sottostante, se da un lato viene evidenziato come questo riferimento possa conferire maggiore concretezza all'offerta, ed una maggiore verificabilità (da parte del gestore della piattaforma di offerta di primario o degli investitori) della validità dell'investimento, dall'altro lato si sottolinea come esso possa rivelarsi troppo limitante, in quanto escluderebbe dall'insieme delle cripto-attività ampie categorie di *token* come gli *asset token* (fenomeno cosiddetto di tokenizzazione). Se infatti da una parte questo

elemento terrebbe fuori dalla definizione le attività più strettamente speculative, l'esclusione dei *token* non aventi caratteristiche di riferibilità ad un progetto imprenditoriale potrebbe avere la conseguenza, ritenuta indesiderabile, di lasciare un settore del mercato non regolamentato e di non favorirne lo sviluppo.

Con riferimento ai progetti imprenditoriali viene suggerito di considerare le locuzioni alternative “natura imprenditoriale” o “natura di investimento finanziario”, o di sostituire il termine “finanziamento” con “investimento”. In particolare, taluni ritengono questo elemento fuorviante in quanto riferibile più alle ICO, quale strumento di raccolta di capitale, piuttosto che ai *token* stessi.

Più di un soggetto si interroga sulla compatibilità e rilevanza, in tale contesto, delle definizioni di imprenditore e di attività d'impresa così come contenute nell'art. 2082 del Codice Civile.⁶ Alcuni soggetti chiedono di chiarire se il progetto finanziario sottostante debba appartenere ad un soggetto che riveste una particolare qualificazione giuridica (ad es. forma societaria).

Alcuni contributi notano che tale elemento sarebbe rinvenibile anche in strumenti finanziari tradizionali (di capitale o di debito, che rappresentano i principali strumenti di finanziamento per un'impresa).

Con riguardo a quanto sopra si ribadisce la necessità di preservare la qualità dei progetti nei quali gli investitori, che la Consob è chiamata a tutelare, investono i propri risparmi. Pertanto, si ritiene di valorizzare l'aspetto di tutela dell'impiego del risparmio finalizzato al finanziamento di un'attività economica.

Tanto premesso, si ribadisce che l'approccio normativo regolamentare ha come ambito oggettivo di applicazione gli investimenti aventi caratteristiche di finanziarietà, in forma di *token*, che incorporano il diritto a una prestazione futura, che può anche consistere nella possibilità di utilizzare un bene o ricevere un servizio che l'emittente/promotore promette di realizzare o ha in corso di realizzazione. Da tali investimenti l'investitore si aspetta inoltre di potere realizzare un provento in connessione con la possibilità di negoziazione dei *token* rappresentativi dei propri diritti.

Per tale ragione si ritiene che debbano essere escluse le operazioni di mera tokenizzazione di diritti connessi con il trasferimento di beni mobili o immobili o parti di essi (es. diritti connessi con la proprietà di opere d'arte, immobili, ...). Queste, nella misura in cui non sono ancorate a progetti imprenditoriali concreti e non comportino, quindi, la promessa di un bene/servizio da realizzare, possono prestarsi a comportamenti opportunistici, tesi a raccogliere risparmio in assenza del quadro di tutele tipico garantito dalle vigenti norme di diritto societario, fallimentare e dei mercati finanziari, con riferimento all'attività di impresa, che consentono la più agevole verificabilità della sussistenza dell'attività sottostante⁷.

Quanto a una più esplicita definizione del progetto imprenditoriale, si ribadisce la preferibilità di non vincolarsi a definizioni precostituite, potendo trattarsi di progetti in uno stato embrionale così come di attività in uno stato di maggiore avanzamento, che possono essere portate avanti tanto da *network* di sviluppatori (come tipicamente avviene nell'ecosistema Fintech) quanto da imprese che assumono una tradizionale forma societaria.

⁶ Art. 2082 c.c.: “È imprenditore chi esercita professionalmente un'attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o di servizi.”

⁷ Cfr. quanto argomentato al successivo paragrafo 3.3. a proposito dell'assoggettamento delle iniziative imprenditoriali alla disciplina civilistica.

Alla luce di quanto sopra argomentato, non si ritengono neppure condivisibili le criticità espresse quanto alla possibile confusione tra operazioni di ICO e l'oggetto delle stesse, ovvero le cripto-attività.

In ultimo, per quanto concerne la differenziazione tra le cripto-attività e gli strumenti finanziari, si rinvia a quanto chiarito nel par. 2.1.

2.4. Identificabilità dei titolari dei diritti

Un elevato numero di soggetti ha espresso riserve a proposito dell'opportunità di considerare l'elemento dell'identificabilità dei titolari dei diritti incorporati nella cripto-attività quale elemento definitorio della cripto-attività stessa, pur avendo alcuni argomentato, a livello tecnico, che le tecnologie di tipo DLT sono di per sé idonee a consentire l'identificazione dei titolari dei cosiddetti *token*.

In linea con tali suggerimenti, si ritiene di espungere il suddetto elemento dalla definizione di cripto-attività, attenendo eventualmente tale aspetto ad una successiva fase di verifica da parte degli operatori coinvolti più che a profili distintivi sul piano classificatorio.

In tale ottica, la Consob dispiegherà, in futuro, la propria attività di vigilanza a tutela degli investitori richiedendo, già in sede di emanazione della normativa regolamentare, che tale caratteristica venga accertata e garantita rispettivamente dal gestore della piattaforma per il lancio delle offerte di prima emissione e dall'organizzatore del sistema di scambi di cripto-attività (cfr. *infra*). Per completezza si evidenzia, in ogni caso, che si è consapevoli della circostanza in base alla quale il gestore della piattaforma per le offerte di prima emissione potrà essere ritenuto responsabile per l'identificazione degli aderenti alle offerte, ma non anche con riferimento alle fasi successive, in cui si siano già realizzate attività di scambio.

2.5. Elemento della negoziazione

Con riguardo all'elemento della negoziazione (o destinazione alla negoziazione), alcuni rispondenti rilevano come alcuni tipi di *token* non sono destinati alla negoziazione, almeno non sin dal momento della loro emissione, pur svolgendosi questa attraverso un'offerta (ICO) destinata a una platea vasta di potenziali investitori e come, al contrario, esisterebbero anche cripto-attività emesse direttamente in fase di *exchange* (*Initial Exchange Offering*) senza una preliminare *Initial Coin Offering*. Altri rispondenti invece ritengono che una volta emessi, data la loro natura di strumenti scambiabili attraverso *internet*, risulti impossibile controllare la fase di negoziazione dei *token* successiva all'emissione.

Emerge inoltre dalle risposte pervenute che l'elemento della destinazione della cripto-attività al potenziale scambio mediante appositi sistemi da una parte potrebbe escludere alcune tipologie di *utility token* e di prodotti illiquidi mentre dall'altra parte sarebbe un elemento comune anche a *security token* e *pure commodity token*.

L'approccio normativo-regolamentare proposto tiene conto della rilevazione empirica in base alla quale l'*appeal* delle ICO nei confronti del mercato *retail* pare in larga misura essere rappresentato proprio dalla prospettiva/possibilità di rivendita dei *token* su un c.d. mercato secondario⁸.

Il riferimento alla destinazione della cripto-attività alla negoziazione è elemento definitorio rilevante ai fini della disciplina ipotizzata dalla Consob che si prefigge lo scopo di offrire tutela ai

⁸ In tale prospettiva sono state altresì valutate le osservazioni proposte con riguardo alle operazioni cosiddette di *Initial Exchange Offering*, per la trattazione delle quali si rinvia al successivo par. 4.4.

soggetti che acquistano i *token* anche con l'intento di ottenere un provento riveniente dalla rivendita degli stessi su una piattaforma di negoziazione/scambio.

Peraltro, si evidenzia che il rendimento dalla negoziazione, atteso dall'investitore, e consistente nell'apprezzamento della cripto-attività nel mercato di scambio, può dipendere tanto da buon esito dell'attività preordinata alla prestazione futura attesa (bene/servizio nel caso di *utility token* o anche altro) quanto dall'andamento della domanda e dell'offerta sul mercato della cripto-attività stessa.

Viene manifestata l'esigenza di una verifica in concreto della destinazione alla negoziazione ovvero dello scopo ultimo della circolazione delle cripto-attività in appositi sistemi di scambi. Un rispondente in particolare non riterrebbe sufficiente una mera dichiarazione in tal senso da parte dell'emittente ovvero l'accertamento della mera negoziabilità potenziale in ragione dell'impiego di tecnologia DLT.

L'elemento della negoziazione dovrà essere verificabile attraverso le informazioni rese nel documento di informativa preliminare sull'offerta (*white paper*) in cui si dovrà dare conto anche degli accordi conclusi dal promotore dell'operazione di ICO con l'organizzatore del sistema di scambi prescelto.

Infine, potrebbero prospettarsi dei problemi in tutti quei casi in cui delle cripto-attività non inizialmente destinate alla negoziazione vengano destinate ad essa in seguito all'emissione, e con riguardo a questo profilo da alcuni viene auspicata l'introduzione di una disciplina di coordinamento.

Uno degli obiettivi della disciplina normativa che si propone è quello di garantire che l'operazione si svolga in modo trasparente fin dall'inizio e tutte le fasi della stessa siano espressamente rappresentate agli acquirenti già al momento dell'offerta sul primario.

Tanto premesso, perché sia applicabile il regime *ad hoc*, la destinazione dei *token* alla negoziazione (ovvero la sussistenza già di una negoziazione) dovrebbe essere prospettata sin dal lancio dell'operazione, nel documento di informativa preliminare sull'offerta (*white paper*) e/o in documentazione a questa collegata (questo potrebbe essere ripreso e ulteriormente dettagliato nella disciplina secondaria).

Se non è ammessa l'offerta su piattaforme regolamentate di cripto-attività per le quali non sia certa o accertabile la destinazione alla negoziazione, non si ritiene invece di precludere il successivo accesso a un sistema di scambi regolamentato per cripto-attività che non siano preventivamente state emesse e offerte attraverso una piattaforma regolamentata (cfr. *infra*).

2.6. Locuzione di cripto-attività

I rispondenti alla consultazione hanno sostenuto, in alcuni casi, che 'cripto-attività' sia una locuzione troppo ampia, che ingenera il dubbio di catturare anche cripto-valute o altro.

A questo proposito si ribadisce che l'approccio normativo-regolamentare proposto dalla Consob non è inteso a catturare cripto-attività che siano strumenti di pagamento, né cripto-attività che, per le loro caratteristiche, ricadano in categorie disciplinate da normativa di derivazione UE (strumenti finanziari, IBIP, ...; cfr. Documento per la Discussione).

L'approccio Consob proposto intende quindi identificare le "cripto-attività" nelle attività diverse dagli strumenti finanziari di cui all'art. 1 comma 2 TUF e da prodotti di investimento di cui al comma 1, lettere *w-bis.1*, *w-bis.2* e *w-bis.3*, consistenti nella rappresentazione digitale di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali, emesse, conservate e trasferite mediante

tecnologie basate su registri distribuiti, nonché negoziate o destinate a essere negoziate in uno o più sistemi di scambi.

3. Piattaforme per l'offerta di cripto-attività di nuova emissione

3.1. Soggetti che gestiscono le piattaforme dedicate

Con significativa prevalenza i rispondenti hanno condiviso l'ambito soggettivo proposto nel Documento per la Discussione con riguardo alla disciplina per lo svolgimento delle offerte in sede di emissione delle cripto-attività.

Non viene considerata utile la creazione di una nuova e dedicata normativa. L'eventuale introduzione di una nuova disciplina, diversa da quella prevista per il *crowdfunding*, richiederebbe un'ulteriore previsione di meccanismi di *disclosure* e misure organizzative volte a fornire analoghe forme di tutela. Inoltre, in presenza del sistema di *opt-in*, la normativa esistente per i portali di *crowdfunding* non sarebbe comunque applicabile ai soggetti che decidessero di non avvalersi del nuovo quadro regolamentare.

Si ritiene pertanto di potere confermare l'approccio delineato nel documento di consultazione.

3.2. Offerta dei *token* sulle piattaforme dedicate e loro negoziazione su piattaforme di scambio autorizzate

La disciplina proposta, attraverso il doppio regime di *opt-in*, potrebbe comportare uno stretto collegamento tra le piattaforme di offerta e le piattaforme di scambio, nella misura in cui si imponesse che le offerte effettuate per il tramite delle piattaforme dedicate e regolamentate abbia ad oggetto unicamente cripto-attività destinate ad accedere a sistemi di scambi regolati e vigilati. Su tale aspetto, in risposta a una precisa domanda del Documento per la Discussione, sono state formulate osservazioni e richiesti chiarimenti.

Si osserva, in primo luogo, che una forma di incentivo all'esercizio dell'*opt-in*, da parte dei promotori delle ICOs, è rappresentata dalla deroga all'applicazione delle discipline relative al prospetto d'offerta e alla promozione e collocamento a distanza per le cripto-attività che integrino la nozione domestica di prodotto finanziario.

Il collegamento fra le piattaforme per l'emissione di *token* e i sistemi per la negoziazione degli stessi – nei termini sopra descritti – non è condiviso da diversi rispondenti, i quali hanno evidenziato diversi aspetti di criticità con riferimento a:

- rischio di illiquidità delle piattaforme di negoziazione e conseguente rischio che gli investitori possano essere attratti da piattaforme estere più flessibili e liquide;
- possibilità che non si sviluppino piattaforme per le ICOs (in connessione anche con il punto precedente);
- l'opportunità di consentire l'accesso a sistemi di scambio regolati e vigilati anche a cripto-attività già emesse (prima dell'introduzione della nuova disciplina) o emesse all'estero;
- recente sviluppo delle *Initial Exchange Offering* (IEO), che offrono un modello alternativo di offerta di *token* ove l'emittente/offidente/proponente raccoglie capitali presso il pubblico offrendo in vendita i *token* direttamente sugli *exchanges* senza lanciare il progetto attraverso una ICO con *smart contract* sul proprio sito internet.

Alla luce dei commenti ricevuti, si ritiene opportuno adottare una soluzione che assicuri al contempo la liquidità dell'investimento in cripto attività e l'affidabilità della piattaforma di scambio. A tal fine è necessario prevedere che il *token* oggetto di offerta sia ammesso alla negoziazione in un sistema di scambio di cripto-attività iscritto nel registro tenuto dalla Consob ovvero in un sistema di scambio di cripto-attività avente sede in un Paese diverso dall'Italia purché

sia sottoposto ad un regime di regolamentazione e vigilanza che abbia caratteristiche che si pongono in linea con quanto previsto dalla normativa italiana e purché, in relazione al sistema di scambi medesimo, la Consob abbia stipulato un apposito accordo di cooperazione con la corrispondente Autorità estera competente.

L'indicazione dell'intenzione di negoziare i *token*, successivamente all'emissione, su piattaforme di scambio, anche diverse da quelle previste dalla disciplina, dovrà essere contenuta nel *white paper*. Considerato che la destinazione alla negoziazione è uno degli elementi definitori (e, quindi, essenziali) dei *token* oggetto dell'ipotizzata disciplina, la futura negoziabilità degli stessi dovrà formare oggetto, già in fase di offerta, di puntuali indicazioni nell'ambito del *white paper* in merito *i)* alla/e piattaforma/e di *exchanges* in cui saranno negoziabili i *token* nonché *ii)* ai relativi accordi raggiunti dal promotore dell'iniziativa di ICO con i gestori di tale/i piattaforma/e (anche diversi, come detto, dai gestori di piattaforme regolati e vigilati dalla Consob).

Resta, pertanto, necessario, come elemento costitutivo della fattispecie che le cripto-attività stesse “*sono destinate a essere negoziate o sono negoziate all'interno di uno o più sistemi di scambi*”.

3.3. Requisiti minimi dei promotori dell'iniziativa e compiti delle piattaforme dedicate

Come rappresentato nel Documento per la Discussione, i soggetti che emettono cripto-attività possono essere società, persone fisiche o *networks* di sviluppatori di prodotti.

Numerosi rispondenti hanno citato la necessità di prevedere requisiti, in forma più o meno rigorosa, per le iniziative tali da offrire sufficienti tutele per gli investitori. Taluni hanno, peraltro, paventato il rischio che requisiti minimi possano compromettere lo sviluppo del fenomeno delle ICOs. In particolare sono stati proposti:

- a) requisiti per gli emittenti/promotori (requisiti patrimoniali, regole organizzative di tipo societario, obblighi informativi, annuali e straordinari);
- b) requisiti relativi alla tecnologia impiegata (utilizzo di una tecnologia DLT affidabile).

Per quanto concerne i primi requisiti (relativi agli emittenti/promotori), in particolare, ove il promotore sia costituito come veicolo societario sarà tenuto a prevedere un'organizzazione per la direzione e il controllo della gestione, nonché a predisporre e pubblicare rendicontazioni contabili (anche oggetto di revisione), come richiesto dal codice civile. Promotori persone fisiche o *network* di soggetti vari, invece non sarebbero assoggettati ad un'analogha disciplina di legge.

Si ritiene che un approccio idoneo a bilanciare l'esigenza di non introdurre eccessivi oneri, ma di avere presidi di tutela degli investitori, sia quello di non prevedere requisiti organizzativi/patrimoniali, concentrando invece l'attenzione sulla trasparenza. In particolare si dovrebbe prevedere almeno:

- a) la pubblicazione di un documento iniziale per l'offerta con informazioni minime (sul modello dei diffusi *White Paper*) contenente elementi sull'operazione (utilità dei *token*, impegno delle risorse, rendimenti ecc.), sulle cripto-attività (numero, valorizzazione, sistemi di incentivi, negoziabilità ecc.) e sulle piattaforme di *exchanges* su cui le cripto-attività saranno negoziate;
- b) la pubblicazione di aggiornamenti annuali del predetto documento iniziale (*White Paper*);
- c) la pubblicazione di aggiornamenti straordinari del predetto documento iniziale (*White Paper*) in occasione di eventi eccezionali idonei a mutare in forma rilevante l'iniziativa.

Si ritiene opportuno che i gestori delle piattaforme possano, tramite autodisciplina, decidere a propria discrezione di prevedere requisiti aggiuntivi.

Come emerso dalla consultazione, alcuni rispondenti non condividono che i gestori delle piattaforme per la promozione delle ICOs siano tenuti a effettuare una selezione delle operazioni meritevoli di accedere alla piattaforma, in quanto ciò introdurrebbe uno scrutinio da parte delle piattaforme sul merito delle ICOs.

Si ritiene, invece, che deve restare in capo ai gestori delle piattaforme la verifica degli adempimenti legati alle verifiche della validità delle operazioni proposte, anche in considerazione della tipologia degli investitori cui le offerte si rivolgono. Tali tipi di verifiche potranno essere dettagliate con misure di secondo livello.

Anche per quanto concerne i requisiti della tecnologia, i rispondenti hanno formulato differenziate proposte in termini di condizioni minime e conseguenti oneri, per lo più orientate ad assicurare la bontà tecnica degli *smart contract* e dei relativi *token* nonché la funzionalità delle tecnologie basate su registri distribuiti, scelta dai promotori. Al riguardo si ritiene che l'intervento del gestore della piattaforma non potrà che essere circoscritto alla fase di lancio dell'offerta. Le fasi successive (sottoscrizione/collocamento) dovrebbero essere gestite nell'ambito dell'unico contesto automatizzato (tramite ricorso ai c.d. *smart contract*) e globale della sottostante infrastruttura tecnologica utilizzata nell'ICO stessa, senza intervento del gestore della piattaforma.

La soluzione ottimale, pertanto, appare essere quella di imporre un obbligo al gestore della piattaforma di assicurare l'affidabilità tecnologica, se del caso prevedendo a livello normativo:

- obblighi minimi di validazione/certificazione dei protocolli tecnologici utilizzati dai promotori (ricorrendo ad esempio a specifiche indicazioni dell'Agenzia per l'Italia digitale);
- le modalità di verifica di tali obblighi che potrebbe di preferenza venire posta in capo a figure di *sponsor* tecnologici dei promotori, in luogo dei gestori delle piattaforme per le offerte.

I citati requisiti, sia relativi agli emittenti/promotori sia alla tecnologia impiegata, potrebbero essere, come proposto da taluni rispondenti, graduati in funzione della dimensione del valore dell'emissione di *token*.

3.4. Approccio di proporzionalità

In ultimo, rispetto alla domanda formulata nel documento per la discussione - riguardo alla possibile introduzione di soglie di valore per esenzioni (riferite alle emissioni sotto soglia) oppure maggiori presidi (per le emissioni sopra soglia) – la maggioranza delle risposte ricevute sono state nella direzione di avallare l'approccio inizialmente proposto.

In particolare, è stato sostenuto come non sia opportuna la graduazione dei presidi in sede di loro prima introduzione, e che questo potrebbe invece essere fatto dopo un congruo periodo di osservazione. Altri hanno sostenuto che tale graduazione, esistente per strumenti e prodotti finanziari, non sarebbe opportuna per le cripto-attività in considerazione delle loro specificità, principalmente dovute alla tecnologia impiegata, nonché ad “*una natura spesso ibrida e nella quale il connotato finanziario non è spesso così marcato*”. Altri, in ultimo, hanno sostenuto la non opportunità di graduazione, con specifico riguardo ad un'eventuale soglia di esenzione, nell'ottica della tutela degli investitori.

Alcuni si sono espressi a favore dell'introduzione di requisiti proporzionali, in ragione del valore delle singole offerte e del rischio che tali offerte presentano per il sistema, del numero dei soggetti cui sono rivolte e della natura degli stessi (es. investitori istituzionali), o per tenere conto della natura di piccola/media impresa dell'emittente. In ogni caso, coloro che si sono espressi a favore

dell'introduzione di soglie hanno contestualmente auspicato che la definizione di una disciplina domestica non sia eccessivamente rigida rispetto a quanto introdotto in altre giurisdizioni, al fine di evitare il c.d. *shopping* regolamentare.

Altri hanno sostenuto, per converso, l'opportunità di assicurare un sistema di tutele identico fra l'offerta di *token* e l'offerta di prodotti finanziari in modo da garantire i medesimi presidi posti a tutela degli investitori *retail*, essendo tali *asset* frequentemente considerati come perfetti sostituti.

Alcuni altri hanno anche sostenuto in ultimo, l'opportunità di prevedere diverse esenzioni dal punto di vista quali-quantitativo, *tailor-made* per le crypto-attività.

Pertanto, la valutazione finale è di mantenere l'iniziale proposta, che non preclude la possibilità di rivalutare il tema, come anche suggerito in consultazione, dopo un primo periodo di osservazione. D'altronde, l'approccio di proporzionalità intrinseco alla proposta è declinato per il tramite della previsione di un regime di *opt-in*, il quale fonda sull'incentivo ad optare per la scelta di un regime regolamentato in virtù della possibilità di beneficiare di un trattamento "proporzionale" rispetto alla disciplina domestica dei prodotti finanziari.

4. Sistemi di scambi di cripto-attività

In sede di consultazione la proposta della Consob relativamente alla regolamentazione dei sistemi di scambio di cripto attività – che decidano autonomamente di sottoporsi alla regolamentazione e alla vigilanza (*opt-in*) - ha ricevuto un sostanziale consenso e non sono emersi rilevanti profili di criticità. Tralasciando gli aspetti più di dettaglio, le osservazioni pervenute hanno ad oggetto i temi di seguito individualmente trattati.

4.1. Modelli di business

Per ciò che riguarda i modelli di *business*, in sede di consultazione è stato proposto di non escludere dall'ambito di applicazione della normativa *de jure condendo* le *blockchain* c.d. “*permissionless*”, nonché i sistemi c.d. “*decentralizzati*”, visto che ciò si “porrebbe in contrasto con le evoluzioni di mercato”.

Più in generale è stata altresì rilevata l'opportunità che la “Consob adotti al riguardo un approccio funzionale, che non abbia cioè riguardo alle specifiche tecnologie utilizzate dal sistema, quanto piuttosto ai presidi da questo approntati al fine di garantire un'adeguata tutela degli investitori e del mercato nel suo complesso”. In termini analoghi, si suggerisce di adottare “una definizione precisa ma allo stesso tempo ampia in modo da evitare una sua continua rimodulazione per renderla al passo con le continue innovazioni tecnologiche che interessano il settore”.

In considerazione delle osservazioni pervenute, si ritiene preferibile seguire un approccio neutro da un punto di vista tecnologico, non precludendo la possibilità che i sistemi di scambio basati su specifici modelli e tecnologie possano beneficiare del regime normativo in discussione, purché vi sia un soggetto gestore:

- a) chiaramente identificabile, chiamato alla definizione delle regole di negoziazione e di funzionamento del sistema e al monitoraggio del corretto funzionamento della piattaforma, di cui si assumerà la piena responsabilità verso i terzi;
- b) in grado di identificare i partecipanti alla piattaforma.

In sede di consultazione alcuni rispondenti hanno inoltre suggerito di introdurre una disciplina *ad hoc* per il servizio di custodia, a cui sarebbero soggetti anche i sistemi di scambi di cripto-attività che offrano tale servizio. Come descritto nel successivo paragrafo dedicato agli “*Aspetti relativi alla custodia e al trasferimento della titolarità delle cripto-attività*”, cui si rimanda, si ritiene opportuno accogliere tale suggerimento, anche in considerazione della rilevanza dei rischi connessi alle attività di *post-trading*. Pertanto, gli organizzatori di sistemi di scambi di cripto-attività che intendessero offrire anche servizi di portafoglio digitale dovrebbero rispettare i requisiti distintamente indicati per le due attività. Rimane fermo, come indicato nel Documento di consultazione, che i sistemi di scambi di cripto-attività dovrebbero dotarsi di misure atte a garantire il regolamento efficiente delle transazioni.

4.2. Requisiti delle piattaforme di scambio

Per ciò che riguarda i requisiti cui sottoporre i sistemi di scambio ai fini dell'iscrizione (e della permanenza) nel registro Consob, in fase di consultazione è stata messa innanzitutto in rilievo l'esigenza di prevedere ulteriori requisiti in materia di *compliance*, *business continuity*, *due diligence*, monitoraggio delle transazioni, informazioni sulle cripto-attività e di *cyber security*.

Al riguardo si evidenzia che i requisiti ulteriori – inerenti allo svolgimento delle attività - di cui è stata proposta, in via generale, l'introduzione, potrebbero essere ulteriormente dettagliati dalla Consob in sede di regolamentazione di II livello.

Risulta certamente condivisibile quanto affermato in sede di consultazione in merito alla opportunità che “la fase di declinazione regolamentare dei requisiti (...) si fondi su un principio di proporzionalità che garantisca un equilibrio tra l'onerosità delle richieste in fase di autorizzazione e di vigilanza e il beneficio che il gestore otterrebbe esercitando l'*opt-in*”.

È stata, inoltre, sottolineata la necessità che i requisiti siano modulati in relazione alle caratteristiche, al modello di servizio e di organizzazione della piattaforma di negoziazione.

A tale ultimo riguardo, va rilevato che i requisiti indicati dalla Consob nel documento di consultazione contengono presidi di carattere generale che devono essere assicurati da qualsiasi sistema di scambio, a prescindere dal modello di *business* preso a riferimento. Specifici rischi connessi all'impiego di particolari modelli operativi potranno, in ogni caso, venire considerati in sede di regolamentazione di II livello. Tale strutturazione a più livelli consente di assicurare un sufficiente grado di flessibilità del regime normativo *ad hoc* per la circolazione delle cripto-attività.

4.3. Requisiti soggettivi del gestore.

I rispondenti hanno convenuto sulla preferibilità di un sistema che consenta l'avvio di un sistema di scambio di cripto-attività, ai fini della registrazione presso la Consob, non solo a “nuovi soggetti” (in possesso di specifici requisiti), ma anche a soggetti già autorizzati alla gestione di portali di *crowdfunding* e di piattaforme di negoziazione di strumenti finanziari.

Si conferma, pertanto, l'approccio già illustrato nel Documento per la Discussione, in quanto consente di sfruttare, per l'organizzazione di una piattaforma di scambio di cripto-attività, l'esperienza di soggetti che già operano in un ambiente affine e regolamentato e che, per tale via, offrono garanzie di affidabilità e serietà. Inoltre, la circostanza che tali soggetti siano già sottoposti a vigilanza, ridurrebbe i costi connessi alle attività di controllo da parte della Consob ai fini dell'iscrizione e della permanenza nel registro.

4.4. Requisiti delle cripto-attività negoziabili

In sede di consultazione è stato proposto di consentire ai gestori dei sistemi di scambio registrati presso la Consob di rendere disponibili per la negoziazione “in ogni momento” – al di là, dunque, di un mero regime transitorio, come proposto invece dalla Consob – anche cripto-attività che non siano state oggetto di un'offerta per il tramite di una delle piattaforme regolamentate di ICOs, a condizione che sia disponibile al pubblico un sufficiente *set* informativo relativo alle medesime. In subordine, taluni suggeriscono che tali cripto-attività siano negoziate in una sezione separata della piattaforma utilizzata dal sistema di scambio.

Al fine di attrarre nell'area della regolamentazione un ventaglio più ampio di cripto-attività, tale proposta può essere valutata positivamente, a condizione che le cripto-attività in questione rispettino le condizioni di ammissione previste in via generale dall'organizzatore del sistema di scambi e che, come suggerito in sede di consultazione, siano (rese) disponibili adeguate informazioni per gli investitori.

Per le medesime ragioni, si ritiene che sui sistemi di scambio registrati presso la Consob possa essere realizzata, se finalizzata alla successiva negoziazione sui medesimi, anche una *Initial Exchange Offering* (IEO). Come sopra rilevato, l'IEO rappresenta un modello alternativo di offerta di *token* ove l'emittente/offerente/proponente raccoglie capitali presso il pubblico offrendo in vendita i *token* direttamente su un *exchange*. In consultazione sono stati messi in luce alcuni vantaggi di tale modello operativo rispetto alle ICO. Nelle IEO, in particolare, si assisterebbe ad una riduzione dei costi dell'operazione a carico dell'emittente, che si rapporterebbe con una sola piattaforma (l'*exchange*), e ad una maggiore tutela dei sottoscrittori sotto il profilo della "liquidabilità", in ragione del fatto che i *token* di nuova emissione sarebbero immediatamente scambiabili sul "secondario".

Quale condizione affinché su un sistema di scambio di cripto-attività registrato presso la Consob sia svolta una *Initial Exchange Offering*, si ritiene opportuno prevedere che siano disponibili adeguate informazioni per gli investitori in merito alle caratteristiche dei *token* e dell'offerta.

5. Aspetti relativi alla custodia e al trasferimento della titolarità delle crypto-attività

Nel Documento per la Discussione sono state illustrate, *inter alia*, le caratteristiche e le modalità di funzionamento, allo stato note, dei sistemi che consentono la custodia ed il trasferimento dei *token*, detti “*wallet*”⁹.

Si è anche evidenziato che il modello operativo dominante per i sistemi di scambi di crypto-attività è costituito dalle c.d. piattaforme *exchange* centralizzate, che operano sia come piattaforma di *trading* che come fornitore del servizio di *custodial wallet*. In questi casi l'*exchange* agisce anche da “internalizzatore di regolamento”, registrando sui propri sistemi il trasferimento di *token* (ed eventualmente di valuta corrente) conseguente alle negoziazioni¹⁰. Per questo motivo, la proposta di regolamentazione delineata nel Documento prevede, tra i requisiti che i *sistemi di scambi di crypto-attività* dovrebbero soddisfare ai fini dell'iscrizione - in regime di *opt-in* - nel registro Consob, anche alcune previsioni volte a presidiare i rischi connessi ai servizi di post-trading, ossia ai servizi di custodia e alle attività di regolamento delle contrattazioni, che le piattaforme *exchange* centralizzate svolgono in qualità di *custodial wallet provider*.

In sede di consultazione diversi soggetti hanno suggerito di considerare l'opportunità di disciplinare tali servizi – in particolare il servizio di custodia – in maniera indipendente dall'attività di gestione dei sistemi di scambi di crypto-attività, in modo da catturare nell'ambito di applicazione della regolamentazione anche i soggetti che operano esclusivamente come *custodial wallet provider*.

Si ritiene che tale suggerimento possa essere positivamente accolto, anche a tutela degli investitori che decidessero di depositare presso un *custodial wallet provider* i *token* acquistati nell'ambito di una *Initial Coin Offering*, senza partecipare alle attività di negoziazione che si svolgono su un sistema di scambi di crypto-attività.

A tal fine, la proposta di regolamentazione potrebbe essere integrata introducendo la definizione dei “servizi di portafoglio digitale” ed individuando i requisiti che i fornitori di tali servizi dovrebbero soddisfare, qualora decidessero di avvalersi del regime di *opt-in*, per essere iscritti in un apposito registro, tenuto dalla Consob.

Rispetto a quanto originariamente proposto, sarebbero quindi istituiti presso la Consob due registri separati: per i “sistemi di scambi di crypto-attività” e per i “fornitori di servizi di portafoglio digitale”. I soggetti che richiedessero di avvalersi del regime di *opt-in* per essere registrati come gestori di sistemi di scambi di crypto-attività e che volessero inoltre offrire servizi di custodia e svolgere attività di regolamento, dovrebbero richiedere l'iscrizione anche al registro dei fornitori di servizi di portafoglio digitale, purché essi rispettino i requisiti oggettivi, ai fini dello svolgimento delle due attività, distintamente indicati per le stesse. Sul piano soggettivo potrebbero, dunque, prestare i servizi di portafoglio digitale coloro che già svolgono un'attività di organizzazione di sistemi di scambi di crypto-attività ma anche chiunque rispetti i requisiti che dovrebbero appositamente essere dettati ai fini dell'iscrizione al registro tenuto dalla Consob.

⁹ La custodia dei *token* consiste nella detenzione delle chiavi crittografiche che permettono il controllo/trasferimento degli stessi all'interno del sistema basato sulla tecnologia dei registri distribuiti su cui i *token* sono registrati.

La custodia può essere svolta: (i) da un *custodial wallet provider*, ossia da un soggetto che si pone come intermediario tra l'investitore ed il sistema basato su registri distribuiti; o (ii) direttamente dall'investitore attraverso un c.d. *non-custodial wallet* (o *wallet* decentralizzato), ossia un *software* installato su un dispositivo di proprietà dello stesso investitore, che consente di interagire con il sistema basato sulla tecnologia dei registri distribuiti.

¹⁰ In tale modello operativo, dunque, le attività di negoziazione non generano alcun trasferimento di *crypto-asset* sul sistema basato sulla tecnologia dei registri distribuiti, che viene aggiornato esclusivamente per registrare i trasferimenti, relativi alle fasi di deposito e ritiro di *token*, che intercorrono tra gli investitori e la piattaforma *exchange*.

Con riferimento al profilo definitorio, la nozione di “servizi di portafoglio digitale” andrebbe ad indicare i servizi relativi alla salvaguardia ed alla fornitura dell’accesso alle cripto-attività per conto terzi, anche attraverso la detenzione delle chiavi crittografiche private, al fine di detenere, conservare e trasferire cripto-attività¹¹.

Numerosi rispondenti alla consultazione hanno evidenziato la particolare rilevanza dei rischi connessi alla custodia delle cripto-attività, suggerendo l’adozione di specifici requisiti da prevedere per i fornitori di tale servizio, relativi ad esempio a: sicurezza informatica, segregazione delle risorse, procedure operative, gestione dei conflitti di interesse, presidi anti-riciclaggio, meccanismi assicurativi a tutela degli investitori.

Con riferimento ai requisiti che la normativa dovrebbe fissare per i soggetti che richiedessero l’iscrizione nel registro relativo alla fornitura dei “servizi di portafoglio digitale” si ritiene tuttavia opportuno confermare l’approccio regolamentare già proposto, all’interno del Documento per la Discussione, per i sistemi di scambi di cripto-attività, che consiste nel fornire previsioni di carattere generale che poi andranno ulteriormente dettagliate in sede di regolamentazione di secondo livello.

Di conseguenza, si ritiene opportuno applicare ai fornitori di servizi di portafoglio digitale - a presidio dei rischi connessi ai servizi di custodia e alle attività di regolamento delle contrattazioni - gli stessi requisiti (a meno dei necessari adattamenti) che erano stati indicati per i sistemi di scambi di cripto-attività.

La proposta normativo-regolamentare potrebbe quindi prevedere che l’iscrizione, su domanda, del fornitore di servizi di portafoglio digitale in un apposito registro della Consob possa avvenire a condizione che il soggetto sia dotato di:

- a) regole e procedure relative all’identificazione dei clienti;
- b) misure volte a proteggere adeguatamente le cripto-attività ed a garantirne la segregazione e conservazione, nonché regole e procedure idonee con riguardo all’investimento delle risorse finanziarie;
- c) misure per consentire il regolamento efficiente delle operazioni di negoziazione relative alle cripto-attività da esso custodite;
- d) procedure per identificare e gestire i rischi connessi con lo svolgimento dei servizi;
- e) idonei presidi di organizzazione e funzionamento, incluso in materia di continuità operativa e sicurezza informatica;
- f) adeguate procedure per la gestione dei conflitti di interesse;
- g) risorse finanziarie sufficienti per la sana e prudente gestione.

¹¹ Tale proposta di definizione è in linea con quanto già previsto nella disciplina europea in tema di anti-riciclaggio (Anti-Money Laundering Directive - AMLD 5) e nella disciplina francese di recente emanazione (“Plan d’Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises” – loi PACTE). In particolare:

- nella AMLD è definito il “*custodian wallet provider*” come “*an entity that provides services to safeguard private cryptographic keys on behalf of its customers, to hold, store and transfer virtual currencies.*”;
- nel PACTE è definito il servizio di custodia come “*the service of storing digital assets or providing access to digital assets on behalf of third parties, where appropriate in the form of private cryptographic keys, for purpose of holding, storing and transferring digital assets*”.

Allegato al rapporto finale su “Le offerte iniziali e gli scambi di crypto-attività”

Elenco delle risposte pervenute che hanno autorizzato la Consob alla pubblicazione

| | |
|----|---|
| 1 | ABI - Associazione Bancaria Italiana |
| 2 | ABIE - Associazione Blockchain, Imprese ed Enti |
| 3 | AIEC - Associazione Italiana Equity Crowdfunding |
| 4 | ANASF - Associazione nazionale consulenti finanziari |
| 5 | Andrea Incorvaia |
| 6 | Andrea Perrone - Università Cattolica del Sacro Cuore |
| 7 | Annunziata & Conso |
| 8 | Associazione Blockchain Italia |
| 9 | Associazione Italia 4 blockchain |
| 10 | Associazione ItaliaFintech |
| 11 | Associazione Trusted Smart Contract |
| 12 | ASSOSIM - Associazione Intermediari Mercati Finanziari |
| 13 | BABEL e Dipartimento di Scienze per l'Economia e l'Impresa dell'Università degli Studi di Firenze |
| 14 | Banca Sella Holding Spa |
| 15 | Avv. Raffaele Battaglini, prof. Stefano Cerrato, notaio dott. Remo Morone, avv. Davide Davico |
| 16 | BlockchainEdu - Blockchain Education Network Italia |
| 17 | Borsa Italiana Spa |
| 18 | CBA Studio Legale e Tributario |
| 19 | Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP |
| 20 | Clifford Chance LLP |
| 21 | Coinlex Srl |
| 22 | Crowd Advisors |
| 23 | Crowd Fund Me |
| 24 | Crypto Asset Lab - Università di Milano-Bicocca |
| 25 | Cryptovalues |
| 26 | D'Argenio Polizzi e Associati studio legale |
| 27 | Dalla Vedova - Studio legale |
| 28 | Deloitte Consulting S.r.l. |
| 29 | DWF Italy |
| 30 | Federico Garaventa |
| 31 | Finchain 4 Italy |
| 32 | G. Gitti - M.R. Maugeri - C. Ferrari |
| 33 | Gianni, Origoni, Grippo, Cappelli & Partners |
| 34 | GIM Legal |
| 35 | International Organization for Standardization Technical Committee 68 for Financial Services - Advisory Group 2 |
| 36 | Kellerhals Carrard Lugano SA |

| | |
|----|---|
| 37 | Kheper Software House Ltd |
| 38 | Legance Avvocati Associati |
| 39 | Lerro & Partners - Studio Legale |
| 40 | Lexia Avvocati |
| 41 | LMCR - La Torre Morgese Cesàro Rio - Studio Legale Associato |
| 42 | Marco Dal Prà |
| 43 | Maria Woncisz - Luno Country Manager, Italy |
| 44 | MSD Solutions srl (LoanXChain) |
| 45 | Prof. Gianfranco d'Atri – Avv. Guido Befani – Dott.ssa Stella d'Atri – Prof. Danilo Pappano - Dott. Gerardino Garri |
| 46 | PwC TLS Avvocati e Commercialisti |
| 47 | R3 LLC - Blockchain & DLT Software Development Company |
| 48 | Rita Chiancone - Università della Svizzera Italiana |
| 49 | SIA Spa |
| 50 | Studio dott. Antonio Franceschetti - Commercialista – Revisore contabile |
| 51 | Studio Legale Avv. Valerio Migliorini |
| 52 | Studio Legale Lener & Partners |
| 53 | Studio Legale Piselli & Partners |
| 54 | Studio legale tributario Morabito |
| 55 | Studio Legália |
| 56 | Vanessa Villanueva Collao - University of Illinois |
| 57 | Vincenzo Orsini - Università degli Studi di Salerno - DISES |
| 58 | Zitiello Associati Studio Legale |