

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Diritto Pubblico dell'Economia

La proposta di Regolamento MiCA (Markets in
Crypto-Assets) nell'ambito della Digital Finance
Strategy dell'Unione Europea

Prof. Mirella Pellegrini

RELATORE

Riccardo Palmisano –
matr. 242851

CANDIDATO

Anno Accademico 2021/2022

INDICE

<i>Introduzione</i>	4
---------------------------	---

CAPITOLO PRIMO

PANORAMICA SUL DIGITAL FINANCE PACKAGE DELL'UE E IL CONTESTO DELLA PROPOSTA DI REGOLAMENTO MiCA

1.1	Il Pacchetto UE sulla Finanza Digitale	6
1.2	La Digital Financial Strategy	7
1.3	Proposta di Regolamento sulla Resilienza Operativa Digitale per il Settore Finanziario (DORA)	10
1.4	Il DLT Pilot Regime	12
1.5	Il Regolamento MiCA	15

CAPITOLO SECONDO

AMBITO DI APPLICAZIONE DEL REGOLAMENTO MiCA

2.1	La definizione di cripto-attività e lo sviluppo della tassonomia	18
2.2	La strategia UE per lo sviluppo di un quadro normativo per le cripto- attività	24
2.3	L'approccio normativo ad hoc del Regolamento MiCA	27
2.4	Gli utility tokens	28
2.5	Le Stablecoins	31
2.6	Gli asset-referenced tokens	32
2.7	Gli e-money tokens	35
2.8	Analisi giuridica dei cripto-asset esclusi dal Regolamento MiCA: le virtual currencies. Cenni sulle esperienze estere	36
2.9	Gli investment token	42
2.10	Payment Token	46

CAPITOLO TERZO

L'ATTUALE FRAMEWORK REGOLAMENTARE NAZIONALE IN ATTESA DI MiCAR

3.1	Il Decreto Semplificazioni 2018 e le modifiche al Decreto Antiriciclaggio	48
3.2	L'utilizzo di cripto-attività per finalità di investimento – Le possibili forme di tutela con la legislazione vigente: i cripto-asset come strumenti finanziari	51
3.3	Le cripto-attività come prodotti finanziari	53
<i>Conclusioni</i>		57

Bibliografia	59
Sitografia	61

Introduzione

La tecnologia Blockchain, con la sua proposta di totale trasparenza e di sistemi crittograficamente sicuri, ha alimentato l'attenzione su questo campo in molti settori, che vanno dal commercio alla protezione del diritto d'autore. Finora, tuttavia, l'innovazione più diffusa e dirompente introdotta dalla tecnologia "a blocchi" rimane la cosiddetta criptovaluta e, più in generale, la possibilità di creare delle unità di valore che circolano su una rete digitale peer-to-peer mondiale.¹

Non solo le cripto-valute, ma il mercato dei cripto-asset in generale, nell'ultimo decennio, ha vissuto una crescita esponenziale: dall'emissione del primo Bitcoin nel gennaio 2009, sono state decine di migliaia le emissioni di nuovi asset digitali, modificando radicalmente i mercati finanziari globali. Ad oggi, sono quasi 19.000 i cripto-asset in circolazione, di cui la quasi totalità funzionanti con tecnologia Distributed Ledger Technologies (della quale fa parte il sistema Blockchain), con una capitalizzazione di mercato di circa \$1.800 miliardi di dollari². D'altra parte, però, quasi 2.300 progetti di cripto-asset sono falliti in questi anni. Le motivazioni che causano il fallimento di un progetto con alla base l'emissione di un cripto-asset sono molteplici: alcuni vengono abbandonati dallo sponsor principale, altri subiscono attacchi hacker, ma la maggior parte di essi, quasi un progetto su tre, viene creato per realizzare una frode, con i piccoli investitori spesso coinvolti.³

La questione del trattamento normativo delle cripto-attività è una delle principali preoccupazioni da parte dei regolatori e degli operatori di mercato in tutto il mondo fin dal lancio di Bitcoin, e in particolare nel corso della bolla delle cripto-valute del 2018, nel quale il prezzo della cripto-valuta inventata da Satoshi Nakamoto crollò da \$19.500 a \$3.100 (meno 70%).⁴ Ma ad innalzare il livello di attenzione da parte delle autorità di vigilanza è stato l'annuncio di Facebook, nel giugno del 2019, di aver pianificato l'emissione di un sistema di pagamenti globale basato sulla stablecoin Libra (ora Diem), una criptovaluta privata basata su tecnologia DLT con valore replicante l'andamento del dollaro (per quest'ultimo aspetto rientra

¹ Valeria Ferrari, *The regulation of crypto-assets in the EU – investment and payment token under radar*, Maastricht Journal of European and Comparative Law, pag.325

² Consultato ad aprile 2022, <https://coinmarketcap.com>

³ Christian M. Stiefmueller, *One born every minute: Striking the balance between promoting innovation and protecting citizens. An analysis of the EU Digital Finance Package*, 2021, James Pieper, p. 4

⁴ Dirk A. Zetzsche, Filippo Annunziata, Douglas W. Arner & Ross P. Buckley, *The markets in crypto-assets regulation (mica) and the EU digital finance strategy*, European Banking Institute, p.2, 2020

anche nella categoria delle fiat crypto-currency).⁵ Infatti, come dichiarato dal gruppo di lavoro del G7 in relazione al tema degli stablecoin, *“sebbene il mercato delle crypto-attività rimanga di dimensioni modeste e non costituisca attualmente una minaccia per la stabilità finanziaria, la situazione potrebbe cambiare con l'avvento di stablecoin globali che mirano a una più ampia adozione mediante l'integrazione di caratteristiche volte a stabilizzarne il valore e lo sfruttamento degli effetti di rete derivanti dalle imprese che promuovono tali attività”*.⁶

⁵ Stiefmueller, *One born every minute: Striking the balance between promoting innovation and protecting citizens. An analysis of the EU Digital Finance Package*, op. cit., p.4

⁶ Gruppo di lavoro del G7 sugli stablecoin, relazione *"Investigating the impact of global stablecoins"*, 2019

CAPITOLO PRIMO

PANORAMICA SUL DIGITAL FINANCE PACKAGE DELL'UE E IL CONTESTO DELLA PROPOSTA DI REGOLAMENTO MICA

1.1 Il Pacchetto UE sulla Finanza Digitale

La pandemia da Covid-19 ha portato, in un mercato finanziario già in veloce evoluzione, un ripensamento su larga scala dei servizi e prodotti finanziari, così come dell'accessibilità ad essi.⁷

In risposta a ciò, la Commissione Europea, diversamente da altre nazioni, come ad esempio l'Inghilterra, ha optato per non focalizzarsi unicamente sulle sfide relative agli asset digitali, ma ha scelto di sposare un approccio più ampio al futuro della finanza digitale e del suo sviluppo, pubblicando il 24 settembre 2020 il "Digital finance package", che comprende⁸:

- la definizione degli orizzonti strategici per la "finanza digitale" e per i "pagamenti al dettaglio"
- una proposta di regolamentazione a livello europeo delle "cripto-attività" e della tecnologia DLT, con i due regolamenti "Markets in Crypto-Assets" e "Digital Ledger Technology"
- la definizione di proposte legislative aventi ad oggetto la c.d. "la resilienza digitale", con il regolamento "Digital Operational Resilience".⁹

Il Digital Finance Package è il risultato di un processo complesso che ha visto impegnate non solo l'European Banking Authority (EBA) e l'European Securities and Market Authority (ESMA), ma anche molti stakeholders, chiamati a partecipare alle consultazioni tra il 2019 e il 2020. La velocità con la quale il legislatore è arrivato alla definizione di un piano strategico per la finanza digitale è stata richiesta non solo dal fenomeno delle global stablecoins private, come già accennato in precedenza, ma anche per placare il fenomeno degli interventi normativi

⁷ PWC, *Digital Operational Resilience Act*, <https://www.pwc.com/it/it/services/consulting/digital-operational-resilience.html>

⁸ Zetzsche, Annunziata, Arner, Buckley, *The markets in crypto-assets regulation (mica) and the EU digital finance strategy*, op. cit., pag. 2

⁹ Paolo Carrière (2020), *Crypto-assets: le proposte di regolamentazione della Commissione UE. Opportunità e sfide per il mercato italiano*, *Diritto Bancario*, <https://www.dirittobancario.it/art/crypto-assets-le-proposte-di-regolamentazione-della-commissione-ue-opportunita-e-sfide-il-mercato-italia/>

relativi al fintech dei singoli paesi, in particolare Malta, Francia, Germania e Lichtenstein, che avrebbero potuto creare i presupposti per pericolosi arbitraggi regolamentari.¹⁰

In linea generale, le strategie per le nuove frontiere dei pagamenti al dettaglio e della finanza digitale condividono l'obiettivo, oltre a quello di creare un quadro regolamentare "innovation and digital friendly"¹¹, di consentire e sostenere l'ulteriore sfruttamento del potenziale della finanza digitale in termini di innovazione e concorrenza, attenuando allo stesso tempo i rischi.¹²

Inoltre, come dichiarato dal Vicepresidente della Commissione Europea Valdis Dombrovskis, il pacchetto servirà a *“dare impulso alla competitività e all'innovazione dell'Europa nel settore finanziario, aprendo la strada all'Europa per diventare un leader mondiale. Darà ai consumatori più scelta e opportunità nei servizi finanziari e nei pagamenti moderni, assicurando allo stesso tempo la protezione dei consumatori e la stabilità finanziaria”*.¹³

1.2. La Digital Financial Strategy

La Digital Financial Strategy (DFS) ha evidenziato quattro priorità che guideranno la Commissione Europea fino al 2024.¹⁴

La prima priorità è quella di affrontare, nell'ambito dei servizi finanziari, la frammentazione del mercato unico digitale, garantendo ai consumatori europei l'accesso a servizi transfrontalieri e permettendo alle imprese finanziarie una maggiore espansione dei livelli di operatività digitale. In particolare, le autorità europee dovranno sviluppare un contesto normativo che garantisca agli investitori, soprattutto quelli retail, un accesso facile ed intuitivo ai servizi finanziari (il cosiddetto "onboarding") tramite il riesame del quadro in materia di identificazione elettronica per le transazioni (regolamento eIDAS), per attuare

¹⁰ Francesca Mattassoglio, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)*, Rivista di Diritto Bancario, Aprile/Giugno 2021, pag 414

¹¹ Mattassoglio, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)*, op.cit., pag. 415

¹² Commissione Europea, *Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle crypto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, 24 settembre 2020

¹³ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_20_1684

¹⁴ Per una completa visione degli obiettivi strategici della Commissione Europea, *Comunicazione della commissione al parlamento europeo, al consiglio, al comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni relativa a una strategia in materia di finanza digitale per l'UE* (com 2020 591 final)

l'armonizzazione del quadro transfrontaliero delle identità digitali. In più, l'ulteriore sfida sarà quella di raggiungere gli obiettivi sopracitati, aumentato allo stesso tempo l'armonizzazione delle norme relative all'antiriciclaggio (AML) e di contrasto al terrorismo (CFT).

Il secondo punto, invece, ha come obiettivo quello di istituire uno spazio comune di dati finanziari, che garantirebbe una migliore condivisione degli stessi tra i paesi dell'UE. La finalità di una condivisione su larga scala di dati finanziari tra i paesi dell'Unione Europea garantirebbe una minor frammentazione del mercato unico di capitali europei, risultando in una maggior efficienza per le imprese e i cittadini. Inoltre, uno spazio di dati condivisi permetterebbe le Autorità di Vigilanza Europee di avere a disposizione tutte le informazioni finanziarie oggetto di vigilanza, aumentando l'efficienza della regolamentazione attraverso il perfezionamento e l'implementazione dei nuovi strumenti Regtech e Suptech¹⁵, anch'essi alla base della strategia per la finanza digitale della Commissione Europea.

Il raggiungimento di questo obiettivo da parte della Commissione Europea garantirebbe la formalizzazione di un sistema finanziario "aperto", con la possibilità per i consumatori di ricevere consulenze personalizzate in linea con le proprie esigenze, e per le imprese di avere maggior efficienza in termini di scambi tra aziende di paesi diversi.

La terza priorità che è alla base della Digital Finance Strategy della Commissione è la gestione delle sfide e dei rischi relativi alla trasformazione digitale, con particolare attenzione alla stabilità finanziaria, la concorrenza leale, l'integrità del mercato e la protezione del consumatore. Oggi il mercato finanziario è in evoluzione, non solo per le diverse tipologie di strumenti finanziari, e non, che stanno prendendo sempre più piede, ma anche per le tipologie di imprese che oggi compongono il mosaico dell'ecosistema finanziario. Le imprese tecnologiche, infatti, accedono sempre di più al settore dei servizi finanziari, ricoprendo la maggior parte delle volte il ruolo dell'intermediario, e quindi agendo come una vera e propria piattaforma di vendita di servizi finanziari, per operazioni come finanziamenti, prestiti o assicurazioni. Anche se, come dichiarato dal Financial Stability Board più volte in questi anni, i dati macroeconomici non evidenziano che le nuove tendenze delle imprese tecnologiche e del Fintech in generale possano essere attualmente una minaccia per la stabilità finanziaria, vi sono alcuni aspetti da non sottovalutare, tra cui la mitigazione del cyber risk e l'alta volatilità dovuta

¹⁵ EBA Glossary, *RegTech e Suptech, dove il primo riguarda "la tecnologia applicata alla regolamentazione che si concentra sulle tecnologie che possono agevolare il rispetto degli obblighi normativi", mentre il secondo "tecnologia applicata alla vigilanza che utilizza l'innovazione a sostegno dei processi di vigilanza, aiutando le autorità di supervisione a digitalizzare i processi di segnalazione e di regolamentazione*, <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2270404/72036f35-beac-4d44-acf1-2875c12b709e/Glossary%20for%20Financial%20Innovation.pdf?retry=1>

alla velocità delle informazioni. La Commissione Europea, in merito a questo punto, ha deciso di agire su più fronti per gestire i rischi derivanti dalle nuove tecnologie applicate alla finanza, adottando sempre il principio “stessa attività, stesso rischio, stesse norme”. Più nel particolare, entro il 2024 si dovranno verificare i perimetri della vigilanza prudenziale e la loro conformità con i rischi derivanti dalla fornitura di servizi finanziari da parte di imprese tecnologiche e dei sempre più presenti conglomerati tecno-finanziari. In merito a quest’ultimo aspetto, per esempio, la Commissione Europea dovrà riesaminare la direttiva FICOD¹⁶ sui conglomerati finanziari, per verificarne l’ambito di applicazione anche per i conglomerati FinTech e TechFin.¹⁷

Quarto ed ultimo punto, l’adeguamento del quadro normativo europeo per favorire l’innovazione digitale sostenendo l’efficienza del mercato, con un’attenzione del legislatore per le crypto-attività e gli strumenti finanziari tokenizzati. Insieme alla digital financial strategy e alla strategia per i pagamenti al dettaglio, il pacchetto sulla finanza digitale della Commissione Europea presenta anche la proposta di direttiva MiCA (Markets in Crypto Assets), con l’obiettivo di introdurre un quadro normativo per tutte le crypto-attività non assoggettabili alle discipline già vigenti, nonché sviluppare una precisa tassonomia per tutte le tipologie di crypto-asset oggi in circolazione. In più, entro il 2024 l’UE dovrà sviluppare un quadro esaustivo della tecnologia di registro distribuito e delle crypto-attività nel settore finanziario in grado di ridurre i rischi, ma anche di migliorare le operazioni di raccolta dei capitali delle PMI. La creazione da parte della Commissione Europea di un quadro normativo che permetta e incentivi l’innovazione digitale in campo finanziario, viene considerata una grande opportunità per favorire la BCE nel velocizzare l’attuazione di un potenziale progetto di un euro digitale.

Proprio in merito a quest’ultimo aspetto, negli ultimi mesi sono stati fatti grandi passi in avanti verso una possibile CBDC (Central Bank Digital Currency) della Banca Centrale Europea. Dopo una lunga fase di consultazione, il 14 luglio 2021 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di avviare la fase di indagine di un progetto sull’euro digitale della durata di due anni. Gli obiettivi di partenza dichiarati da Christine Lagarde sono: *“sostenere la digitalizzazione dell’economia europea e l’indipendenza strategica dell’UE, rispondere al*

¹⁶ Commissione Europea, Direttiva 2002/87/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 dicembre 2002, relativa alla vigilanza supplementare sugli enti creditizi, sulle imprese di assicurazione e sulle imprese di investimento appartenenti ad un conglomerato finanziario e che modifica le direttive 73/239/CEE, 79/267/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE, 93/6/CEE e 93/22/CEE del Consiglio e le direttive 98/78/CE e 2000/12/CE

¹⁷ Imprese Fintech: tradizionalmente operanti nel settore finanziario che iniziano a servirsi della tecnologia come fattore produttivo per l’offerta in via esclusiva di servizi finanziari. Imprese Techfin: originariamente attive nel settore tecnologico e che soltanto successivamente sviluppano applicativi e servizi finanziari. Fonte: Maria Illa Montagni, Mirta Cavallo (2019), Fintech e Techfin, Zanichelli, <https://www.cyberlaws.it/2019/fintech-e-techfin/>

significativo declino del ruolo del contante come mezzo di pagamento, creare un nuovo canale di trasmissione della politica monetaria, mitigare i rischi per la normale erogazione di servizi di pagamento, promuovere il ruolo internazionale dell'euro, e favorire il miglioramento dei costi complessivi e dell'impronta ecologica dei sistemi monetario e dei pagamenti".¹⁸

Il progetto valuterà anche le modifiche al quadro legislativo dell'UE che potrebbero essere necessarie, e per le quali la BCE è in stretto contatto con la Commissione Europea. La questione chiave, però, è quella delle modalità di circolazione dell'euro digitale, con il settore bancario europeo molto attento agli sviluppi. Infatti, una tra le possibilità studiate dalla BCE e dalla Commissione, è la possibilità che i cittadini aprano conti presso la stessa Banca Centrale, la quale potrebbe arrivare a gestire la quasi totalità dei pagamenti nell'eurozona, causando un danno non indifferente al settore bancario commerciale.¹⁹

1.3. Proposta di Regolamento sulla Resilienza Operativa Digitale per il Settore Finanziario (DORA)

La Digital Operational Resilience Act si inserisce nel più ampio "Pacchetto UE sulla Finanza Digitale" per sostenere il potenziale del digitale nella finanza, attenuando allo stesso i rischi che derivano dal cambiamento radicale avvenuto negli ultimi anni nei mercati finanziari. La proposta di regolamento ha come obiettivo la creazione di un quadro completo e dettagliato di regole per l'identificazione e gestione dei rischi ICT²⁰, tramite l'adozione di strategie, protocolli e procedure in materia di resilienza operativa digitale.²¹ Infatti, oggi il ruolo che le società dell'informazione e della comunicazione ricoprono è sempre più importante in ambito di prestazione di servizi finanziari, il che ha spinto la Commissione a voler, mediante questa proposta di regolamento, uniformare le regole concernenti la sicurezza delle reti e dei sistemi informativi precedentemente presenti nell'Unione Europea.

¹⁸ EBC, *Rapporto su euro digitale* https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/Report_on_a_digital_euro~4d7268b458.it.pdf, 24 ottobre 2020

¹⁹ Karel Lannoo, *Regulating crypto and cyberware in the EU*, ECMI, settembre 2021, pag.8

²⁰ Le tecnologie dell'informazione e della comunicazione (dall'inglese Information and Communications Technology)

²¹ Per una visione completa del Regolamento DORA, cfr PWC, *Digital Operational Resilience Act*, <https://www.pwc.com/it/it/services/consulting/digital-operational-resilience/doc/pwc-1-pillola-DORA-contesto-mercato-implementazione-regolamento.pdf>

Il regolamento DORA si applicherà a 22.000 entità che fanno parte del settore finanziario tradizionale (principalmente banche, gestori di fondi alternativi, istituti di pagamento), ma anche fornitori di servizi di cripto-valuta ed emittenti di cripto-asset in generale.

Gli obiettivi del DORA sono quattro:

- Riduzione della disparità fra gli stati membri: armonizzare gli obblighi organizzativi e procedurali in materia di identificazione dei rischi ICT in capo agli operatori del mercato finanziario per la creazione del cosiddetto *level playing field* tra gli stati membri.
- Innalzamento dello standard europeo in materia di Cyber Security: anticipare le necessità in materia di Cyber Security dovute alla digitalizzazione della finanza, e al suo più marcato processo spinto dalla pandemia da Covid-19.
- Governance dei rischi ICT e rischi cyber: valorizzare i rischi ICT e rischi cyber quali rischi autonomi in ambito operativo e finanziario. Per raggiungere questo obiettivo, vengono introdotti obblighi organizzativi e procedurali specifici, nell'ambito della governance dei rischi operativi.
- Autorità di vigilanza: centralizzazione del ruolo delle autorità di vigilanza, in capo alle quali cadranno anche gli obblighi di verifica dei rischi delle entità finanziarie dovuti alla dipendenza dai fornitori ICT terzi.

Il regolamento DORA, quindi, ha un effetto “disruptive nella regulation dei Financial Services”²². I principali impatti riguardano:

- Migliorare e semplificare le attività degli operatori del mercato nella gestione dei rischi ICT e Cyber
- Stabilire meccanismi di verifica dei sistemi ICT
- Marcare l'attenzione delle autorità di vigilanza sui rischi informatici e sugli incidenti legati alle ICT
- Introdurre nuovi poteri per le autorità di vigilanza finanziaria per sorvegliare i rischi derivanti dalla dipendenza degli operatori da fornitori di servizi ICT.

In merito a quest'ultimo punto, secondo l'attuale proposta all'art. 28 della Digital Operational Resilience Act, tutte e tre le ESAs diventerebbero effettivamente supervisor dei fornitori di servizi ICT. Il loro mandato sarebbe, tuttavia, limitato ai fornitori terzi di servizi

²² PWC, *Digital Operational Resilience Act*, op.cit. pag.7

ITC critici²³ e alla parte dell'attività commerciale che fornisce servizi al settore finanziario. In parallelo, i fornitori di servizi ICT rimarrebbero ancora soggetti alla supervisione degli Stati membri sotto la NIS (direttiva sulla sicurezza delle reti e dei sistemi informativi dell'Unione Europea, n.2016/1148) se sono considerati come operatori di servizi essenziali (OES) o fornitori di servizi digitali (DSP). Di conseguenza, lo stesso fornitore di servizi ICT può diventare soggetto alla supervisione delle ESA, da un lato (come CTPP sotto DORA), e delle autorità di supervisione ICT degli Stati membri (come OES o DSP sotto NIS). Quest'ultimo aspetto è stato più volte criticato in dottrina per la possibilità che questi soggetti vigilati possano ricadere anche nella supervisione degli Stati membri sembra non rispettare il primo degli obiettivi della Digital Operational Resilience Act, e cioè la rimozione della segmentazione e della disparità tra le varie nazioni sul tema dei rischi ICT.²⁴

1.4. Il DLT Pilot Regime

Oltre alla Digital Operational Resilience Act, il pacchetto sulla finanza digitale pubblicato a settembre 2020 contiene un Regolamento relativo ad un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito. La Commissione Europea ha riconosciuto che l'attuale quadro normativo finanziario non è correttamente applicabile all'uso della tecnologia DLT, e quindi pone degli ostacoli allo sviluppo di infrastrutture di mercato innovative per nuove tipologie di strumenti finanziari. Sempre la Commissione, inoltre, ha evidenziato come questi ostacoli abbiano, negli ultimi anni, impedito al mercato europeo dei security token di prosperare.

Il regime pilota DLT è stato concepito come un "sandbox"²⁵, che consentirà ai selezionati operatori di mercato di utilizzare sistemi multilaterali di negoziazione e sistemi di regolamento

²³ Art. 3 n.17, Proposta di Regolamento DORA: *"funzione critica o importante: una funzione la cui esecuzione se interrotta, carente o insufficiente comprometterebbe sostanzialmente il costante adempimento, da parte dell'entità finanziaria, delle condizioni e degli obblighi inerenti alla sua autorizzazione o di altri obblighi previsti dalla legislazione sui servizi finanziari applicabile, oppure i suoi risultati finanziari o ancora la solidità o la continuità dei suoi servizi e delle sue attività"*.

²⁴ Christian M. Stiefmueller, *One born every minute: Striking the balance between promoting innovation and protecting citizens. An analysis of the EU Digital Finance Package*, op.cit., p. 17

²⁵ Regulatory Sandbox, *che permette alle imprese Fintech di godere di deroghe normative transitorie, sperimentando su scala ridotta e per un periodo limitato nuove tecnologie e nuovi servizi. In questo contesto il termine sandbox indica lo strumento mediante il quale le start up possono, dietro autorizzazione dell'autorità di vigilanza, operare per un certo arco temporale con regole di ridotta portata, ma con un monitoraggio su di esse e un controllo sul loro mercato al fine di minimizzarne i rischi per gli utenti e per lo stesso mercato*, Elisabetta Corapi e Raffaele Lener, *I diversi settori del Fintech – Problemi e Prospettive*, Università degli studi di Roma di 'Tor Vergata'

titoli basati su tecnologia Distributed Ledger Technologies, dove l'operatore di mercato può chiedere che gli vengano concesse esenzioni da certe regole che costituiscono un ostacolo all'uso della DLT.

Secondo l'art.36 del DORA, se tutti i requisiti sono soddisfatti, l'autorità nazionale competente può quindi, per un periodo di tempo fino a sei anni, concedere l'autorizzazione includendo le rispettive esenzioni, tempo che garantirebbe l'ESMA di raccogliere un ampio set di dati, e gli operatori di adattarsi alle infrastrutture di mercato DLT e ad operare nell'ambito del regime pilota.

Il regime pilota DLT sarà integrato successivamente dalla proposta di direttiva che modifica una serie di regolamenti esistenti sugli strumenti finanziari, e che prevede ulteriori esenzioni da tali regolamenti per i sistemi multilaterali di negoziazione e i sistemi di regolamento titoli basati sulla DLT2 (la "direttiva di modifica DLT").²⁶

Nello specifico, Il DLT Pilot Regime introduce con gli articoli 8 e 10 due tipi di DLT infrastrutture di mercato che saranno utilizzate nel sandbox:

- DLT Multilateral Trading Facility: un sistema di negoziazione multilaterale come definito ai sensi della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari ("MiFID II²⁷"), che è gestito da un operatore di mercato o da un'impresa di investimento autorizzata ai sensi della MiFID II e ammette solo valori mobiliari DLT.
- DLT Securities Settlement System: Un sistema di regolamento titoli DLT ("DLT SSS") è un sistema di regolamento titoli come definito ai sensi del Central Securities Depository Regulation (il "CSDR"), che è gestito da un deposito titoli centrale (il "CSD") e regola le transazioni di valori mobiliari DLT.

Al fine di preservare la stabilità finanziaria consentendo al contempo l'innovazione e la sperimentazione all'interno del sandbox normativo, il tipo di titoli trasferibili ammessi alla negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione DLT o registrati in un CSD che gestisce un DLT sarà limitato ai valori mobiliari DLT (come azioni e obbligazioni) che non sono liquidi. I "Valori mobiliari DLT" sono titoli che costituiscono "valori mobiliari" ai sensi della MiFID II e sono emessi, registrati, trasferiti e conservati utilizzando una DLT. Nel regolamento sono, inoltre, specificate le caratteristiche che un titolo non liquido deve avere, nello specifico:

²⁶ Byungkwon Lim, *European Commission Introduces Sandbox for DLT-Based Trading and Post-Trading Market Infrastructures*, Debevoise & Plimpton, Novembre 2020

²⁷ Direttiva UE 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE

- Nel caso di azioni, a capitalizzazione di mercato, anche provvisoria, dell'emittente di valori mobiliari DLT dovrebbe essere inferiore a 200 milioni di EUR
- Dimensione di emissione inferiore a 500 milioni di EUR in caso di obbligazioni societarie, obbligazioni garantite e obbligazioni pubbliche diverse da quelle sovrane (quest'ultime non sono ammesse alla negoziazione per MTF DLT e DLT SSS)

Inoltre, un'impresa di investimento o un gestore del mercato che gestisce un MTF DLT, così come un CSD che gestisce un sistema di regolamento titoli DLT, non possono registrare valori mobiliari che superino i 2.5 miliardi di valore di mercato (art.3 DORA). Nel DLT Pilot Regime, inoltre, viene trattato anche il tema della vigilanza sulle due tipologie di infrastrutture regolate e permesse all'interno del sandbox dedicato. Nello specifico, ogni infrastruttura di mercato DLT sarà generalmente supervisionata dall'autorità nazionale di vigilanza del suo Stato membro di origine, la quale dovrà collaborare in stretto coordinamento con l'ESMA, per garantire la convergenza della vigilanza. L'autorità nazionale preposta sarà incaricata di concedere le autorizzazioni nell'ambito del regime pilota DLT e avrà il potere di imporre condizioni aggiuntive quando concede un'autorizzazione. Proprio in relazione tra il rapporto tra autorità nazionali di vigilanza ed ESMA, prima di rilasciare un'autorizzazione la prima dovrà consultare la seconda, la quale emetterà un parere non vincolante e contenente delle raccomandazioni. Il ruolo in questo caso dell'ESMA è fondamentale, poiché il parere e le raccomandazioni mirano non soltanto al salvaguardare la stabilità complessiva del sistema finanziario e l'integrità del mercato, ma anche e soprattutto allo stabilire un level playing field e una concorrenza leale tra i paesi dell'Unione Europea.

Dopo un periodo di massimo cinque anni, l'ESMA presenterà alla Commissione europea una relazione dettagliata sul regime pilota. Sulla base di questa valutazione, la Commissione europea presenterà una relazione, comprensiva di un'analisi costi-benefici, al Consiglio europeo e al Parlamento europeo per stabilire se il regime pilota debba essere mantenuto così com'è, esteso a nuove categorie di strumenti finanziari, altrimenti modificato o terminato.²⁸

Il regime pilota DLT è solo un primo passo di un lungo percorso per rendere i benefici della DLT disponibili ai mercati degli strumenti finanziari. La Commissione europea sottolinea espressamente che, data l'esperienza limitata per quanto riguarda la negoziazione e la post negoziazione di transazioni in cripto-asset che si qualificano come strumenti finanziari, sarebbe attualmente prematuro apportare modifiche significative ai regolamenti dei servizi finanziari

²⁸ Byungkwon Lim, *European Commission Introduces Sandbox for DLT-Based Trading and Post-Trading Market Infrastructures*, Novembre 2020, pag.8-9

dell'UE per consentire la piena diffusione di tali cripto-asset e della loro tecnologia sottostante. Il Regime Pilota DLT è progettato per permettere ai legislatori e ai regolatori europei di acquisire tale esperienza e di valutare se vale la pena implementare tale tecnologia nei regolamenti dei mercati finanziari dell'UE.²⁹

Per concludere, anche se lo sforzo della Commissione Europea è stato riconosciuto dagli operatori di mercato e dalle autorità di vigilanza nazionali, il modo in cui è stata proposta il DLT Pilot Regime è stato comunque criticato, soprattutto dagli operatori stessi, i quali accusano la Commissione di peccare di troppa cautela. Il sandbox, infatti, è stato criticato principalmente per tre ragioni:

- Il sandbox non è aperto alle start-up, ma solo agli operatori esistenti;
- I partecipanti riscontrano grandi limitazioni operative quando operano nel sandbox;
- Poca flessibilità per quanto riguarda la capacità di nuove estensioni normative da parte delle autorità nazionali.

Questo lascia la proposta del sandbox DLT priva sia di adattabilità che di dinamismo, il che diminuirà il processo di apprendimento, non sfruttando il pieno potenziale di alcune delle sue caratteristiche chiave. Ciononostante, il fatto che una proposta effettiva sia sul tavolo, in primo luogo, rappresenta un buon primo passo che potrà ispirare anche la legislazione in altre aree.³⁰

1.5. Il Regolamento MiCA

L'ultima proposta di Regolamento, presentata nel Digital Finance Package dalla Commissione Europea, è il MiCAR (Regulation on Markets in Crypto-Assets). Nella proposta di Regolamento, i cripto-asset sono rappresentazioni digitali di valori o diritti, che vengono trasferiti e conservati elettronicamente.

La Commissione propone un quadro sui cripto-asset per permettere l'innovazione in modo da preservare la stabilità finanziaria e proteggere gli investitori, soprattutto quelli retail. Questi asset possono servire come chiave d'accesso a un servizio, ma possono anche facilitare i pagamenti o essere anche concepiti come veri e propri strumenti finanziari.

²⁹ Byungkwon Lim, *European Commission Introduces Sandbox for DLT-Based Trading and Post-Trading Market Infrastructures*, op.cit. pag.9

³⁰ Wolf-George Ringe, Christopher Ruof, *The DLT Pilot Regime: An EU Sandbox, at Last!*, University of Oxford-Faculty of Law, 2020

Le opportunità e le sfide poste da queste cripto-attività sono sotto la lente di ingrandimento dell'Unione Europea da marzo 2018, con la pubblicazione del piano d'azione per le tecnologie finanziarie della Commissione³¹. Nel piano d'azione per le tecnologie finanziarie del 2018 la Commissione ha incaricato l'ABE e l'ESMA di valutare l'applicabilità e l'adeguatezza alle cripto-attività dell'attuale quadro normativo dell'UE in materia di servizi finanziari. Il parere, pubblicato nel gennaio 2019, sosteneva che sebbene alcune cripto-attività possano rientrare nell'ambito di applicazione della legislazione dell'UE, l'effettiva applicazione di quest'ultima a tali attività non è sempre semplice. Inoltre, il parere rilevava che le disposizioni della vigente legislazione dell'UE possono impedire l'uso della DLT.³²

La Commissione, con la proposta di regolamento MiCA, infatti, ha deciso di distinguere i cripto-asset che già sono disciplinati da presenti normative in vigore nell'UE (in particolare dalla direttiva Mifid II), da quelli che invece sono solamente assoggettati, a volte, alle discipline normative dei singoli paesi dell'Unione, le quali spesso sono discordanti tra loro, creando arbitraggi normativi pericolosi per la stabilità del sistema finanziario³³. I primi rimarranno soggetti alla legislazione esistente, anche se la Commissione, come già visto in tema di Distributed Ledger Technologies, propone un regime pilota per le infrastrutture di mercato che desiderano commerciare e regolare le transazioni in strumenti finanziari in forma di cripto-asset.

Per i cripto-asset precedentemente non regolamentati, compresi gli "stablecoin", la Commissione propone un regime ad hoc. Il regolamento proposto stabilisce requisiti stringenti per gli emittenti di cripto-asset in Europa e per i fornitori di servizi di cripto-asset che desiderano richiedere un'autorizzazione per fornire i loro servizi nel mercato unico. Le salvaguardie includono i requisiti di capitale, la custodia delle attività, una procedura obbligatoria per il titolare del reclamo a disposizione degli investitori, e i diritti dell'investitore contro l'emittente. Gli emittenti di significativi cripto-asset garantiti da attività sarebbero soggetti a requisiti di capitale più rigorosi, alla gestione della liquidità e ai requisiti di interoperabilità.

Gli obiettivi del MiCAR sono quattro:

³¹ Commissione europea, *"Piano d'azione per le tecnologie finanziarie"*, 2018

³² Commissione Europea, *Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/193*, 24 settembre 2020

³³ In merito, la presidente Ursula von der Leyen ha sottolineato la necessità di *"un approccio comune con gli Stati membri in materia di criptovalute per far comprendere come sfruttare al meglio le opportunità che esse creano e affrontare i nuovi rischi che possono comportare"*, Lettera di incarico della presidente eletta Von der Leyen al vicepresidente Dombrovskis, 10 settembre 2019

- La certezza del diritto: Un quadro giuridico solido, che definisca chiaramente il trattamento normativo delle cripto-attività, deve essere il punto di partenza per lo sviluppo del mercato di quest'ultime nell'Unione Europea.
- Promuovere l'innovazione: Per stimolare lo sviluppo delle cripto-attività e un più ampio ricorso alla DLT serve istituire un quadro sicuro e proporzionato a sostegno dell'innovazione e della concorrenza leale.
- Garantire livelli adeguati di tutela dei consumatori, degli investitori, e della stabilità del mercato: in media il grado di rischio delle cripto-attività non disciplinate dalla legislazione vigente è simile a quello degli strumenti finanziari già legiferati dalle norme UE.
- Garantire la stabilità finanziaria: mentre alcuni asset digitali sono a rischio contenuto (pur se la volatilità dei cripto-asset più scambiati sui mercati è sicuramente un tema da considerare), i cripto-asset di nuova generazione (gli stablecoin in primis) hanno le capacità per diventare potenzialmente sistemiche.

CAPITOLO SECONDO

AMBITO DI APPLICAZIONE DEL REGOLAMENTO MiCA

2.1. La definizione di cripto-attività e lo sviluppo della tassonomia

L'articolo 3 del regolamento MiCA contiene un'articolata definizione dei concetti impiegati nella disciplina; tra essi si rinviene quello che costituisce il punto di partenza della nostra analisi, la definizione di cripto-attività, definita come “una rappresentazione digitale di valore o di diritti che possono essere trasferiti e memorizzati elettronicamente, utilizzando la tecnologia di registro distribuito o una tecnologia analoga”.³⁴

Una prima tassonomia dei cripto-asset inizia però ad essere presente nei report delle Autorità di Vigilanza Europee già a inizio 2019; in una comunicazione dell'EBA³⁵ troviamo, infatti, la seguente classificazione dei cripto-asset:

Payment/exchange/ currency tokens	Investment tokens	Utility tokens
<p>In genere non forniscono diritti (come nel caso degli investment o utility tokens), ma sono utilizzati come mezzo di scambio (ad esempio per consentire l'acquisto o la vendita di un bene fornito da un soggetto diverso dall'emittente del token), per scopi di investimento o per l'immagazzinamento di valore.</p> <p>I cripto-currencies rientrano in questa categoria. Ne sono un esempio Bitcoin e Litecoin.</p> <p>In questa categoria rientrano anche le Stablecoins, definite come token il cui valore è collegato ad uno o più asset.</p>	<p>In genere forniscono diritti (sotto forma di diritti di proprietà e/o diritti simili ai dividendi).</p> <p>Ad esempio, nell'ambito della raccolta di capitali, i token di attività possono essere emessi nel contesto di una ICO che consente alle imprese di raccogliere capitali per i loro progetti emettendo token digitali in cambio di denaro (valuta in corso legale, come euro o dollaro) o altri cripto-asset. Bankera è un esempio.</p>	<p>In genere consentono l'accesso a un prodotto o servizio specifico, spesso fornito tramite una piattaforma DLT, ma non sono accettati come mezzo di pagamento per altri prodotti o servizi.</p> <p>Ad esempio, nel contesto dei servizi cloud, può essere emesso un token per facilitare l'accesso.</p>

³⁴ Commissione Europea, Art.3, *Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/193*, 24 settembre 2020

³⁵ EBA, Report with advice for the European Commission on crypto-asset, 9 January 2019, <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2545547/67493daa-85a8-4429-aa91-e9a5ed880684/EBA%20Report%20on%20crypto%20assets.pdf>

Ancora prima, nei report del 2018 le tre ESAs avevano cominciato a sottolineare la distinzione tra cripto-valute (come, ad esempio, Bitcoin) e i token emessi principalmente tramite ICOs (Initial Coin Offering) per la raccolta di capitale, e di come fosse necessario un approccio giuridico diverso per i due fenomeni.³⁶

Per quanto riguarda la prima tipologia di asset digitali, le cripto-valute (chiamate più comunemente in ambito internazionale Virtual Currencies), le Autorità di Vigilanza Europee hanno deciso unicamente di pubblicare indicazioni ai consumatori ed investitori retail, avvertendo questi ultimi dei rischi insiti nell'investire ed avere nel portafoglio questo determinato tipo di asset.

La prima figura ad anticipare le posizioni delle ESAs è stato l'ex presidente della BCE Mario Draghi, il quale durante il plenary debate del 2016 affermò che *“si deve capire che il Bitcoin e le altre valute digitali si trovano in uno spazio non regolamentato e devono essere considerati come asset molto rischiosi. Le valute virtuali sono soggette a un'elevata volatilità e i loro prezzi sono interamente speculativi. Le banche dovrebbero valutare di conseguenza il rischio di eventuali partecipazioni in valute digitali nel loro portafoglio. Al momento le valute digitali non sono soggette a un approccio di vigilanza specifico. Nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico si sta lavorando per identificare i potenziali rischi prudenziali che queste attività digitali potrebbero comportare per gli istituti sottoposti a vigilanza”*.³⁷

Successivamente alle parole di Mario Draghi, le tre ESAs (EBA, ESMA e EIOPA)³⁸ hanno pubblicato una comunicazione agli investitori retail a inizio 2018, dove si invitano questi ultimi a tenere conto dell'alto rischio delle cripto-valute, con una particolare attenzione a:

- Movimenti estremi dei prezzi: molte cripto-valute sono soggette a variazioni di prezzo improvvise ed estreme e sono speculative perché il loro prezzo spesso dipende esclusivamente dalla domanda dei consumatori (ad esempio, potrebbero non esserci attività di copertura o altri valori tangibili). Un'enorme quantità o addirittura tutto il denaro investito potrebbe andare perso. Le oscillazioni estreme dei prezzi significano anche che molte cripto-valute non sono adatte come riserva di valore e come mezzo di scambio o di pagamento.

³⁶ Mattassoglio, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)*, op.cit., pag 422

³⁷ BCE, *European Parliament plenary debate on the ECB Annual Report for 2016*, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180205.en.html>, 2016

³⁸ EBA, ESMA, EIOPA, *warning consumers on the risk of Virtual Currencies*, 12 February 2018, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-warn-consumers-risks-in-buying-virtual-currencies>, 2018

- Informazioni ingannevoli: alcuni progetti di asset digitali (ed in particolare di cripto-valute) sono sponsorizzati in maniera aggressiva e con l'utilizzo di materiale ingannevole e/o poco chiaro. In particolare, gli spot sui social enfatizzano i possibili guadagni, non specificando la dinamica rischio-rendimento che rende possibile la perdita di tutto o gran parte del patrimonio.
- Complessità dei prodotti: alcune cripto-attività sono molto complesse e molte di esse hanno un funzionamento cosiddetto a “leva”, che garantisce un ritorno più alto a parità di capitale investito, ma pesanti perdite in caso di andamento negativo del prezzo dell'asset.
- Attività dolose e frodi: sono diverse le tecniche utilizzate per le truffe ai danni dei consumatori, e negli ultimi anni si sono moltiplicate quelle che affermano di avere un cripto-asset alla base del progetto.
- Manipolazione del mercato, carenza di trasparenza dei prezzi e scarsa liquidità: il modo in cui sono determinati i prezzi delle cripto-attività e l'esecuzione delle transazioni nelle borse valori spesso non è trasparente. Anche la detenzione di alcune cripto-attività è altamente concentrata, il che può influire sui prezzi o sulla liquidità.
- Rischi operativi e problemi di sicurezza: molti consumatori hanno sperimentato la perdita totale del proprio capitale successivamente ad attacchi hacker ad emittenti di cripto-valute, incluse le piattaforme di trading di cripto-attività e wallet providers.

Le analoghe avvertenze sono state poi ribadite dalle tre ESAs anche a marzo 2022, sottolineando come ancora i rischi per la perdita di capitali degli investitori persistano.³⁹

Non c'è stata, quindi, da parte delle Autorità di Vigilanza europee la volontà di inquadrare il fenomeno delle virtual currencies in fattispecie già esistenti (come la MIFID II), o anche di creare una disciplina ad hoc, tantoché nella comunicazione agli investitori di inizio 2018 sono proprio le tre ESAs a marcare questa decisione, comunicando che *“le virtual currencies non sono regolamentate dalla legislazione UE, così come gli exchange dove avvengono gli scambi e le negoziazioni di VCs e i wallet providers di cripto-valute. Ciò significa che chi acquista o detiene VCs non beneficia delle garanzie e delle tutele associate ai servizi finanziari regolamentati. Ad esempio, se una piattaforma di scambio di VCs o un fornitore di portafogli digitali fallisce, o è soggetta a un attacco informatico, a un'appropriazione indebita di fondi o a una confisca di beni a seguito di azioni di polizia, la legislazione dell'UE non offre alcuna*

³⁹ EBA, ESMA, EIOPA, *EU financial regulators warn consumers on the risks of crypto-assets*, marzo 2022, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esa_2022_15_joint_esas_warning_on_crypto-assets.pdf

*protezione legale specifica che copra dalle perdite o alcuna garanzia che si possa riottenere l'accesso alle proprie disponibilità di VC. Questi rischi si sono già concretizzati in numerose occasioni in tutto il mondo”.*⁴⁰

Diverso approccio, invece, per i token emessi tramite ICOs per la raccolta di capitali, ai quali le Autorità di Vigilanza Europee hanno da subito dedicato grande attenzione, decidendo di prendere una posizione diversa da quella non interventista nell’ambito delle cripto-valute, optando questa volta per l’analisi delle caratteristiche delle diverse tipologie di token per inquadrarle in framework regolamentari già esistenti, applicando il principio di neutralità tecnologica.⁴¹

Il primo paese che ha scelto di regolare i cripto-asset seguendo il principio di neutralità tecnologica è stata la Svizzera, dove tra il 2017 e il 2018 l’Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA) ha comunicato in che modo avrebbe gestito le initial coin offerings sulla base del diritto dei mercati finanziari vigente. In particolare, l’autorità di regolazione svizzera ha stabilito in primis che l’assoggettamento di una determinata disciplina ad un cripto-asset non può essere definito con delle regole che delimitino un perimetro, ma che bisogna prendere in considerazione le circostanze di ogni singolo caso, concentrandosi sulla funzione economica e sulla finalità del token in questione.⁴² Per quanto riguarda, invece, la classificazione dei token, la FINMA ha individuato tre tipologie e la rispettiva disciplina applicabile, nello specifico:

- ICO di pagamento: per le ICO i cui *token* svolgono la funzione di mezzi di pagamento, la FINMA considera come assodato un assoggettamento alle disposizioni in materia di riciclaggio del denaro. Tuttavia, la FINMA non tratterà tali *token* come valori mobiliari.

⁴⁰ EBA, ESMA, EIOPA, *warning consumers on the risk of Virtual Currencies*, op.cit., pag.2

⁴¹ Neutralità tecnologica: “*la libertà delle persone e delle organizzazioni di scegliere la tecnologia più adeguata ai loro bisogni. I prodotti, servizi o quadri normativi che tengono conto del principio della neutralità tecnologica non impongono né introducono discriminazioni a favore dell’impiego di un tipo particolare di tecnologia*”. Regolamento (UE) n.283/2014

⁴² L’approccio definito in dottrina ‘case-by-case’ è anche un caposaldo del MiCAR. In particolare, l’art.7 del Regolamento stabilisce che: ‘La notifica del White Paper sulle cripto-attività illustra i motivi per cui le cripto-attività descritte in tale White Paper non devono essere considerate:

- (a) uno strumento finanziario quale definito all'articolo 4, paragrafo 1, punto 15, della direttiva 2014/65/UE;
- (b) moneta elettronica quale definita all'articolo 2, punto 2, della direttiva 2009/110/CE;
- (c) un deposito quale definito all'articolo 2, paragrafo 1, punto 3, della direttiva 2014/49/UE;
- (d) un deposito strutturato quale definito all'articolo 4, paragrafo 1, punto 43, della direttiva 2014/65/UE.

- ICO di utilizzo: i *token* di utilizzo non sono classificabili come valori mobiliari nei casi in cui il *token* conferisce esclusivamente un diritto di accesso a un'utilizzazione o a un servizio digitale e il *token* di utilizzo è impiegabile in tal senso al momento dell'emissione. Tutti i casi in cui sussiste solo o anche la funzione economica di investimento sono trattati dalla FINMA come valori mobiliari (come *token* d'investimento).
- ICO d'investimento: la FINMA considera i *token* d'investimento come valori mobiliari con le relative conseguenze sul piano del diritto dei mercati finanziari nella prospettiva della negoziazione. Generalmente, per le ICO tale qualificazione include anche gli obblighi corrispondenti previsti dal Codice dalle obbligazioni (ad es. obbligo di pubblicazione di un prospetto).⁴³

Dal punto di vista del legislatore europeo, allo stesso modo, si è cercato di ricondurre il fenomeno dei token emessi tramite ICOs nell'ambito della nozione di strumento finanziario (ex MIFID II), di moneta elettronica (ex EMD2), o di fondo (ex PSD2⁴⁴), e dunque, attrarli sotto la copertura della rispettiva disciplina.⁴⁵ Successivamente all'applicazione del principio di neutralità tecnologica che ha assoggettato alcune tipologie di token a discipline già esistenti, possiamo arrivare a definire una tassonomia europea giuridica dei vari token esistenti, tra i quali troviamo:

- Investment e security token (sotto la disciplina MIFID II)
- Currency/payment Token (EMD2 e PSD2)
- Utility token
- Token ibridi e stablecoin

Definiti quindi gli ambiti di applicazione delle cripto-attività non regolamentate dal MiCAR, possiamo desumere che le tipologie di cripto-attività non ancora disciplinate dalle

⁴³ FINMA, *Guida pratica sulle ICO*, 2018, <https://www.finma.ch/it/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung>

⁴⁴ Commissione Europea (2015), *DIRETTIVA (UE) 2015/2366 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 25 novembre 2015 relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, che modifica le direttive 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010, e abroga la direttiva 2007/64/CE*

⁴⁵ Mattassoglio, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)*, op.cit., pag.432

Autorità di Vigilanza Europea siano nello specifico gli utility token e le stablecoins, esattamente al centro del progetto di regolamentazione sulle cripto-attività pubblicato a settembre 2020 come caposaldo del pacchetto sulla finanza digitale. Nello specifico, nell'articolo 3 del regolamento MiCA, troviamo la nomenclatura ufficiale e le definizioni sui tipi di asset disciplinati, andando così a definire una tassonomia chiara e precisa. Nell'articolo in questione troviamo:

- Token collegato ad attività: cripto-attività che intende mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di diverse monete fiduciarie aventi corso legale, di una o più merci o di una o più cripto-attività, oppure di una combinazione di tali attività.
- Token di moneta elettronica: cripto-attività il cui scopo principale è quello di essere utilizzato come mezzo di scambio e che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una moneta fiduciaria avente corso legale.
- Utility token: cripto-attività destinato a fornire l'accesso digitale a un bene o a un servizio, disponibile mediante DLT, e che è accettato solo dall'emittente di tale token.

La scelta di non optare per una disciplina ad hoc per i payment ed investment token ha creato, però, oltre a delle discussioni in dottrina (sulle quali si tornerà successivamente), anche la pratica comune di utilizzare la natura di token di utilità (regolamentati solo ultimamente con il MiCAR) per aggirare gli obblighi informativi e non solo, contenuti nella MIFID II (prospetto informativo in particolare), ma anche nell'EMD2 e PSD2. Ultimamente, però, le utility token ICOs sono calate drasticamente successivamente alla notizia della regolamentazione (questa volta ad hoc) anche su questo tipo di cripto-asset, scaturendo in dottrina tanti punti interrogativi sulla possibile (non) efficacia del MiCAR.⁴⁶

Tornando alle critiche per quanto riguarda la scelta di assoggettare alcune categorie di asset digitali a normative già in vigore, le più rilevanti arrivano proprio dai report ESMA. In particolare, l'Autorità Europea degli strumenti finanziari e dei mercati ha specificato come la scelta di considerare gli investment token come valori mobiliari rende gli issuer e le società emittenti assoggettabili non solo alla direttiva MIFID II, ma anche potenzialmente a tutte le altre norme di natura finanziaria a livello europeo, tra cui, in particolare, il regolamento sugli

⁴⁶ Mattassoglio, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)*, op.cit., pag.425

abusi di mercato e sulle vendite allo scoperto, ma anche la direttiva trasparenza⁴⁷. L'ESMA, in merito a ciò, ha pubblicato nel 2019 una raccomandazione sulle ICOs e i cripto-asset, affermando che 'sono state individuate una serie di lacune e di problemi nel quadro normativo esistente quando applicato ai cripto-asset. In particolare, alcuni rischi specifici della tecnologia sottostante potrebbero non essere affrontati. Inoltre, alcuni requisiti esistenti potrebbero non essere facilmente applicabili o non essere del tutto pertinenti in un quadro DLT'⁴⁸. Inoltre, sempre nella stessa raccomandazione, l'Autorità Europea degli strumenti finanziari e dei mercati afferma che tutti quegli asset digitali non assoggettati a nessuna disciplina espongono i consumatori a un rischio altissimo, invitando i policymakers europei a considerare soluzioni legislative per la tutela soprattutto di quegli investitori non professionali e con poca esperienza. La comunicazione ESMA, arrivata a inizio 2019, è stata sicuramente presa in considerazione dalle Autorità Europee, con il regolamento MiCA del 2020 testimone di ciò, ma come si è già visto in precedenza, quest'ultimo ha come obiettivo la regolamentazione di una ristretta tipologia di asset digitali, lasciando ancora senza disciplina ad hoc il più grande fenomeno della finanza digitale, il Bitcoin, che insieme ad Ether rappresenta il 60% della capitalizzazione di tutti i cripto-asset.

Non a caso, sono molti i giuristi in dottrina che sostengono come *“anche se è senz'altro ammirevole lo sforzo del legislatore europeo di introdurre una disciplina ad hoc per l'emissione e la negoziazione su piattaforme di utility e stablecoins, essa è tuttora troppo limitata, mentre dovrebbe essere estesa, pur con le opportune specificità, a tutti i token (security, payment o hybrid), e alle cryptocurrencies come bitcoin”*.⁴⁹

2.2. La strategia UE per lo sviluppo di un quadro normativo per le cripto-attività

La Commissione ha preso in considerazione due opzioni strategiche per lo sviluppo di un quadro di riferimento per i cripto-asset non coperti dalla vigente legislazione dell'UE in materia

⁴⁷ Commissione Europea, Direttiva 2013/50/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2013, recante modifica della direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, la direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, e la direttiva 2007/14/CE della Commissione, che stabilisce le modalità di applicazione di talune disposizioni della direttiva 2004/109/CE

⁴⁸ ESMA, Advice on ICOs and crypto-assets, 9 January 2019, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf

⁴⁹ Mattassoglio, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)*, op.cit., pag.425

di servizi finanziari, ad eccezione delle " stablecoin", per le quali è stata presa in considerazione una serie di alternative diverse.

- Opzione 1 – Regime opt-in per le cripto-attività non regolamentate: secondo l'opzione 1, gli emittenti e i fornitori di servizi che aderiscono al regime UE beneficerebbero di un passaporto europeo per espandere le loro attività a livello transnazionale. I prestatori di servizi che decidono di non aderire all'opzione resterebbero non regolamentati o soggetti ai regimi nazionali specifici senza ottenere il passaporto europeo.
- Opzione 2 – Armonizzazione completa: con la seguente opzione, tutti gli emittenti (ad eccezione di quelli che effettuano piccole operazioni di offerta) e i fornitori di servizi sarebbero soggetti al diritto dell'UE e beneficerebbero di un passaporto UE. I regimi nazionali specifici per i cripto-asset non sarebbero più applicabili. Mentre l'opzione 1 potrebbe essere meno onerosa per i piccoli operatori e fornitori di servizi che possono decidere di non aderire, l'opzione 2 garantirebbe un livello più elevato di certezza giuridica, protezione degli investitori, integrità del mercato e stabilità finanziaria, oltre a ridurre la frammentazione del mercato nel mercato unico.

L'opzione di un'armonizzazione massima tra i paesi dell'UE è stata la via scelta dal legislatore eurounitario. Si evince come l'opzione due sia stata preferita soprattutto per evitare arbitraggi regolamentari, che avrebbero consentito da parte degli operatori scelte di comodo sulla disciplina a cui sottostare. Inoltre, vista la ratio ispiratrice dell'intero financial package europeo, volta a garantire uguali chance di sviluppo per gli operatori, l'opzione di un regime opt-in si sarebbe posto in contrasto con tali finalità.

Inoltre, la Commissione ha valutato anche opzioni specifiche per le stablecoins, anch'essi considerati cripto-asset non coperti dalla legislazione UE vigente in materia di servizi finanziari:

- Opzione 1 - Un regime legislativo su misura finalizzato ad affrontare i rischi connessi alle stablecoins e alle global stablecoins: Seguendo un approccio rigoroso fondato sul rischio e basandosi sulle raccomandazioni attualmente in fase di elaborazione da parte, ad esempio, del Financial Stability Board, questa opzione risolverebbe le vulnerabilità in materia di stabilità finanziaria comportate dagli asset in questione, e consentirebbe allo stesso tempo lo sviluppo di diversi tipi di modelli di business per gli stablecoin, che

prevedrebbero obblighi di informativa specifici per gli emittenti nonché l'imposizione di requisiti sulla riserva a garanzia degli stablecoin.

- **Opzione 2 – Regolare le stablecoin ai sensi della direttiva sulla moneta elettronica⁵⁰:** Le stablecoins, il cui valore è sostenuto da un'unica valuta avente corso legale, si avvicinano alla definizione di moneta elettronica ai sensi della Direttiva sulla moneta elettronica. L'obiettivo di molte stablecoin è quello di creare un "mezzo di pagamento" e, se sostenute da una riserva di attività, alcune stablecoin potrebbero diventare un mezzo di scambio e una riserva di valore affidabili. In questo senso, le stablecoin potrebbero avere caratteristiche comuni con la moneta elettronica. Tuttavia, questa opzione richiederebbe agli emittenti di stablecoin di conformarsi alla legislazione esistente che potrebbe non essere adatta allo scopo. Anche se la Direttiva sulla moneta elettronica e, per estensione, la Direttiva sui servizi di pagamento⁵¹, potrebbero coprire alcuni fornitori di servizi di stablecoin, potrebbero non essere mitigati adeguatamente i rischi più significativi per la protezione dei consumatori, ad esempio quelli sollevati dai wallet providers. Inoltre, la Direttiva sulla moneta elettronica non stabilisce disposizioni specifiche per un'entità che ingloba un rischio sistemico.
- **Opzione 3 – Limitare l'uso degli stablecoin all'interno dell'UE:** l'opzione 3 consisterebbe nel limitare l'emissione di stablecoins e la fornitura di servizi legati a questo tipo di cripto-asset. Questo approccio potrebbe essere potenzialmente giustificato, in quanto i rischi connessi alle stablecoins e in particolare quelli che potrebbero raggiungere una scala globale (compresi i rischi per la stabilità finanziaria, la politica monetaria e la sovranità monetaria) supererebbero i benefici offerti ai consumatori dell'UE in relazione a mezzi di pagamento rapidi, economici, efficienti e inclusivi. Tuttavia, l'opzione 3 non solo creerebbe costi per le "stablecoin" già in funzione, ma impedirebbe anche di trarre benefici da questo nuovo tipo di cripto-asset. L'opzione, però, non sarebbe coerente con gli obiettivi fissati a livello europeo per promuovere l'innovazione nel settore finanziario. Inoltre, l'opzione in analisi potrebbe

⁵⁰ Commissione Europea, *Direttiva UE 2009/110/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 settembre 2009 concernente l'avvio, l'esercizio e la vigilanza prudenziale dell'attività degli istituti di moneta elettronica, che modifica le direttive 2005/60/CE e 2006/48/CE e che abroga la direttiva 2000/46/CE*

⁵¹ Commissione Europea, *Direttiva (UE) 2015/2366 UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 25 novembre 2015 relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, che modifica le direttive 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010, e abroga la direttiva 2007/64/CE*

lasciare irrisolti alcuni rischi per la stabilità finanziaria, nel caso in cui i consumatori dell'UE utilizzassero ampiamente le stablecoins emesse in Paesi terzi.

La Commissione ha ritenuto che l'opzione 1 fosse quella da preferire per le stablecoins in combinazione con l'opzione 2 presa in esame per la disciplina generale sui cripto-asset, per evitare l'arbitraggio normativo tra le stablecoins che sono poco distinguibili dalla moneta elettronica e il trattamento della moneta elettronica emessa su un distributed ledger. Insieme all'opzione 2 (piena armonizzazione, come descritto sopra) per altri tipi di cripto-asset non coperti dalla legislazione UE vigente in materia di servizi finanziari, si creerebbe un quadro UE completo e olistico sulle stablecoins, in grado di attenuare i rischi individuati dal Financial Stability Board, in particolare per la stabilità finanziaria.⁵²

2.3. L'approccio normativo ad hoc del Regolamento MiCA

Il Titolo I del MiCA descrive l'ambito di applicazione del Regolamento e contiene le definizioni dei termini impiegati nella relativa disciplina. Nella prima parte del Regolamento si introducono i concetti chiave, tra cui le definizioni di cripto-asset, asset-referenced tokens (ARTs) ed e-money tokens (EMTs).

Il cuore della disciplina è contenuto nei titoli da II a IV, con le regole cui gli emittenti dei cripto-asset disciplinati sono sottoposti.

Il Titolo II disciplina l'offerta al pubblico di cripto-attività diverse dagli ARTs e gli EMTs, limitando il suo scopo fondamentalmente agli utility tokens e ai non-financial instruments tokenizzati.

Il terzo Titolo disciplina gli asset referenced token, termine utilizzato per indicare una tipologia di stablecoin, e i significant ARTs (SARTs), intese come le stablecoins utilizzate a livello globale (Global Stablecoins).

Il Titolo IV si dedica agli e-money tokens (definiti come token di pagamento diversi dagli ARTs), intesi come una stablecoin di diversa natura rispetto all'ART, e come nel Titolo precedente, anche a quelli "significant", che quindi incorporano un rischio sistemico.⁵³

È possibile affermare che l'impostazione ad hoc dei primi quattro Titoli del MiCAR può essere etichettata come graduale ed ibrida. Graduale perché suggerisce un regime ridotto al

⁵² Commissione Europea, Valutazione d'impatto, *Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/193*, 24 settembre 2020

⁵³ Dirk A. Zetsche, Filippo Annunziata, Douglas W. Arner & Ross P. Buckley, *The markets in crypto-assets regulation (mica) and the EU digital finance strategy*, European Banking Institute, p.10, 2020

minimo per gli utility token, che diventa più rigido per gli asset referenced token e poi ulteriormente aggravato nel caso degli e-money token.

Ibrida perché cerca di combinare elementi caratteristici della regolamentazione degli enti emittenti moneta, come i requisiti patrimoniali minimi, gli obblighi di riserva e la rimborsabilità, con altri peculiari invece della regolamentazione degli strumenti finanziari, si pensi, ad esempio, alla necessità di pubblicazione, per tutti e tre i casi, di un white paper, che evoca chiaramente la funzione del prospetto informativo. Il white paper si candida così a diventare l'atto informativo ufficiale delle offerte di cripto-asset, in contrapposizione con il tradizionale prospetto informativo. Non a caso, infatti, nel MiCAR sono tanti i passaggi nei quali il regolatore ha sottolineato la differenza fra white paper e prospetto.⁵⁴

2.4. Gli utility tokens

Nell'articolo 3 del Regolamento MiCA è possibile trovare la definizione di utility token, descritto come “*un tipo di cripto-attività destinato a fornire l'accesso digitale a un bene o a un servizio, disponibile mediante DLT, e che è accettato solo dall'emittente di tale token*”. A differenza quindi di uno strumento finanziario, il gettone digitale offre all'acquirente solo il diritto a godere di un bene o a usufruire di un servizio da parte dell'emittente.⁵⁵

Si può osservare come in relazione all'emissione di utility tokens la disciplina contenuta nel Titolo II abbia esclusivamente come obiettivo della trasparenza informativa, focalizzandosi sugli obblighi informativi da adottare in sede di offerta e di marketing.⁵⁶

In particolare, l'art. 4 del Regolamento MiCA stabilisce che in caso di offerte al pubblico di cripto-attività diverse dai token collegati ad attività o dai token di moneta elettronica, l'emittente ha l'obbligo di redigere un white paper, contenente in particolare:

- una descrizione dettagliata dell'emittente e una presentazione dei principali partecipanti all'elaborazione e allo sviluppo del progetto;
- una descrizione dettagliata del progetto dell'emittente, del tipo di cripto-attività che sarà offerto al pubblico o di cui si chiede l'ammissione alla negoziazione, dei motivi per cui

⁵⁴ Mattassoglio, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)*, op.cit., pag. 428

⁵⁵ Mattassoglio, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)*, op.cit., pag. 428

⁵⁶ Carrière, *Crypto-assets: le proposte di regolamentazione della Commissione UE. Opportunità e sfide per il mercato italiano*, op. cit., pag. 9

le cripto-attività saranno offerte al pubblico o per cui si chiede l'ammissione alla negoziazione e dell'uso previsto della moneta fiduciaria o di altre cripto-attività raccolte tramite l'offerta al pubblico;

- una descrizione dettagliata dei diritti e degli obblighi connessi alle cripto-attività e delle procedure e condizioni per l'esercizio di tali diritti;
- una descrizione dettagliata dei rischi relativi all'emittente delle cripto-attività, alle cripto-attività, all'offerta al pubblico delle cripto-attività e all'attuazione del progetto.

Oltre alla redazione del white paper, gli emittenti hanno solo in capo l'obbligo di essere un soggetto giuridico e di agire in modo onesto, corretto e professionale, individuando in tempo eventuali conflitti di interesse e rispettando tutte le norme in materia di sistemi di sicurezza informatici. Per facilitare la comprensione degli investitori, il white paper deve anche contenere una sintesi che, in breve e in un linguaggio non tecnico, fornisce informazioni fondamentali sull'offerta al pubblico delle cripto-attività o sulla prevista ammissione delle cripto-attività alla negoziazione su una piattaforma di negoziazione di cripto-attività, e in particolare sugli elementi essenziali delle cripto-attività in questione. L'obbligo di redazione del white paper non si applica quando:

- le cripto-attività sono offerte gratuitamente;
- le cripto-attività sono uniche e non fungibili con altre cripto-attività;
- le cripto-attività sono offerte a meno di 150 persone fisiche o giuridiche per ogni Stato membro in cui tali persone agiscono per proprio conto;
- nell'arco di un periodo di 12 mesi, il corrispettivo totale di un'offerta al pubblico di cripto-attività nell'Unione non supera 1 000 000 EUR o l'importo equivalente in un'altra valuta o in cripto-attività;
- l'offerta al pubblico delle cripto-attività è rivolta esclusivamente agli investitori qualificati e le cripto-attività possono essere detenute solo da tali investitori qualificati.

Di particolare importanza è quindi l'assenza di un regime autorizzativo da parte delle Autorità di Regolazione, così come la mancanza di un metodo di vigilanza continuativo, come esplicitato nell'art.7 del Regolamento, il quale afferma che *“le autorità competenti non richiedono l'approvazione ex ante di un White Paper sulle cripto-attività né di comunicazioni di marketing ad esso relative prima della loro pubblicazione”*.

Si ricava che la scelta del legislatore europeo è stata dunque quella di concentrarsi esclusivamente sui profili informativi e sollecitatori, prevedendo per le ICOs di utility tokens una disciplina meramente informativa che non prevede l'ottenimento di un'autorizzazione preventiva da parte dell'autorità nazionale. Il modello di regolamentazione scelto dalle autorità europee in questo caso sposa il modello operativo delle ICOs in generale, basato sulla disintermediazione che vede l'attività di offerta svolta in via diretta dall'emittente, senza l'intervento di altri soggetti.⁵⁷

La scelta di un approccio simile da parte del legislatore non è stata esente da critiche in dottrina. In particolare, è stato sottolineato come *“il punto che pare più ‘debole’ in tale approccio europeo attiene all’assenza di qualsiasi verifica o istruttoria preventiva con riguardo al profilo della affidabilità tecnologica dell’infrastruttura adottata dall’emittente. E ciò a maggior ragione nell’assenza, ad oggi, di alcun grado di standardizzazione e interoperabilità della tecnologia DLT che possa guidare nella valutazione del grado di affidabilità tecnologica e di cyber-resilienza dell’infrastruttura di volta in volta adottata, mostrandosi dunque qui una non irrilevante lacuna rispetto alle finalità di tutela dei consumatori e investitori; poteva qui forse prefigurarsi un modello di intervento regolatorio (se non diretto) volto (almeno) ad imporre il ricorso ad accreditati ‘sponsors tecnologici’, (figura che avrebbe allora potuto essere ricompresa tra i Servicer Providers autorizzati a cui imporre il ricorso da parte dell’issuer), a cui affidare una funzione di validazione/certificazione dei protocolli tecnologici adottati, sulla base degli standard di settore e delle best practices via via osservabili sul mercato”*.⁵⁸

Da un punto di vista nazionale, la CONSOB nel 2019 aveva optato per un regime di piattaforme per le offerte di cripto-attività diverso da quello poi sposato dalle autorità europee nel MiCAR. In particolare, l'autorità italiana aveva consentito di svolgere in via esclusiva l'attività di gestione di piattaforme per le ICOs solo a soggetti con determinati requisiti soggettivi, previa autorizzazione dalla CONSOB, la quale valutava l'implementazione di un apparato informativo, procedurale, organizzativo e di controllo, strutturato e soprattutto adeguato rispetto ai rischi sottesi alla operatività delle ICOs, nell'ottica della tutela degli

⁵⁷ Carrière, *Crypto-assets: le proposte di regolamentazione della Commissione UE. Opportunità e sfide per il mercato italiano*, op.cit., pag.10

⁵⁸ Carrière, *Crypto-assets: le proposte di regolamentazione della Commissione UE. Opportunità e sfide per il mercato italiano*, op.cit., pag.16

investitori⁵⁹. Inoltre, la CONSOB aveva stabilito l'obbligo per i soggetti che gestiscono le piattaforme di richiedere agli emittenti di cripto-asset tutte le informazioni necessarie affinché i potenziali investitori potessero valutare compiutamente gli investimenti proposti. In tale contesto, si sarebbe creata un'adeguata standardizzazione delle informazioni sulle operazioni, utile anche al fine della comparabilità delle diverse offerte. Tuttavia, per cercare di non limitare il fenomeno in costante evoluzione, la CONSOB aveva stabilito la legittimità anche delle ICOs su piattaforme non riconosciute.⁶⁰

Altra grande differenza che troviamo tra l'approccio normativo alle ICOs del legislatore italiano con quello europeo riguarda il ruolo dei gestori delle piattaforme nell'analisi del progetto imprenditoriale. La CONSOB, infatti, aveva previsto per i gestori di piattaforme la possibilità di decidere a propria discrezione di prevedere requisiti aggiuntivi per l'accesso al portale, portando i gestori a poter selezionare autonomamente, ma sempre in maniera indiretta, i progetti meritevoli di accedere alla piattaforma.⁶¹

2.5. *Le Stablecoins*

Il termine stablecoin si riferisce comunemente a un cripto-asset che mira a mantenere un valore stabile relativamente a un asset specifico, o ad un paniere di asset. A sua volta, il valore di questi asset determina o influenza il valore di mercato di una stablecoin. Una stablecoin può anche però utilizzare mezzi algoritmici o di altro tipo per stabilizzare o influenzare il suo valore di mercato, ad esempio regolando automaticamente la sua offerta in risposta alle variazioni della richiesta⁶². Molti dei progetti che nascono con lo scopo di emettere una stablecoin hanno come obiettivo primario quello di facilitare i pagamenti transfrontalieri, ancora oggi lenti e relativamente costosi.

Questi asset digitali hanno cominciato ad attrarre l'attenzione del legislatore successivamente a dei progetti imprenditoriali che nascevano con l'idea di emettere una

⁵⁹ CONSOB, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, 19 marzo 2019, https://www.consob.it/documents/46180/46181/doc_disc_20190319.pdf/12117302-78b0-4e6e-80c4-d3af7db0fdae

⁶⁰ CONSOB, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, op.cit.

⁶¹ CONSOB, *Rapporto Finale – Le offerte iniziale e gli scambi di cripto-attività*, 2 gennaio 2020, https://www.consob.it/documents/46180/46181/ICOs_rapp_fin_20200102.pdf/70466207-edb2-4b0f-ac35-dd8449a4baf1

⁶² A seconda del metodo di stabilizzazione del valore si distinguono le Asset-Based Stablecoins, che legano il proprio valore ad uno o più asset, e le stablecoin algoritmiche, che a seconda della domanda modificano l'offerta per non far oscillare esageratamente il valore.

stablecoins che potesse essere usata globalmente (la cosiddetta Global Stablecoin, GSC), come nel caso di Facebook con la moneta Libra. Se da un lato le GSC potrebbero aumentare l'efficienza del sistema di pagamenti globali, sostenendo al contempo l'inclusione finanziaria, i rischi possono essere molteplici.

In particolare, le GSC presentano, secondo il Financial Stability Board, diversi punti critici in materia di:

- Stabilità del sistema finanziario globale
- Protezione per consumatori ed investitori
- Privacy e protezione dei dati
- Antiriciclaggio e finanziamento delle attività illegali
- Evasione fiscale
- Cyber security
- Materia Antitrust.⁶³

Insieme ai possibili rischi insiti nelle GSC, il FSB ha anche suggerito l'introduzione di un quadro di vigilanza basato su un approccio condiviso a livello internazionale, così da escludere o limitare possibilità di arbitraggio regolamentare. Il regolatore europeo, con la disciplina sugli asset-referenced token e sugli e-money token risponde in maniera positiva all'appello relativo ad una disciplina quanto più armonizzata possibile come da richiesta del FSB, tenuto conto soprattutto della insidia al monopolio pubblico di emissione di moneta che le GSC sembrano poter intaccare. Questo è dunque, al momento, il fronte più caldo della battaglia che si sta svolgendo tra mondo cripto e tradizionale, come testimonia anche l'aumento delle autorità monetarie internazionali che stanno cominciando a intraprendere un percorso destinato a concludersi con le cosiddette Central Banks Digital Currencies.⁶⁴

2.6. *Gli asset-referenced tokens*

La disciplina per gli asset-referenced tokens, definiti nell'art.3 del MiCAR come *“un tipo di cripto-attività che intende mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di diverse monete fiduciarie aventi corso legale, di una o più merci o di una o più cripto-attività,*

⁶³ FSB, Regulation, Supervision and Oversight of “Global Stablecoin” Arrangements, 13 October 2020

⁶⁴ Mattassoglio, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)*, op.cit., pag.433

oppure di una combinazione di tali attività”, risulta essere molto più cruciale ed invasiva di quella invece applicabile agli utility tokens. Il Titolo III del MiCAR, infatti, stabilisce in primissima battuta la distinzione con gli utility token: l'autorizzazione. L'art.15 della disciplina stabilisce che nessun emittente di ARTs offre tali token al pubblico nell'Unione o chiede l'ammissione di tali attività alla negoziazione su una piattaforma di negoziazione di cripto-attività nell'Unione, a meno che detto emittente non abbia ricevuto l'apposita autorizzazione dall'autorità competente del suo Stato membro d'origine. L'autorizzazione, oltre ad essere concessa ai soggetti giuridici stabiliti nell'Unione, non si applica agli emittenti di ARTs se autorizzati come enti creditizi, e, ai sensi dell'art.15 par.4, se:

- su un periodo di 12 mesi, calcolato alla fine di ciascun giorno di calendario, l'importo medio dei token collegati ad attività in circolazione non supera i 5 000 000 EUR o l'importo equivalente in un'altra valuta;
- l'offerta al pubblico dei token collegati ad attività è rivolta esclusivamente a investitori qualificati e i token collegati ad attività possono essere detenuti solo da tali investitori qualificati.

A disciplinare il processo che porta un soggetto ad essere autorizzato per l'emissione di ARTs è l'art.18 del MiCAR. In particolare, le autorità nazionali che ricevono una domanda di autorizzazione valutano entro 20 giorni lavorativi se la domanda, e quindi anche il white paper, è completa. Nella domanda, devono essere contenute un ampio numero di informazioni, tra cui:

- lo statuto dell'emittente;
- un programma operativo che definisce il modello di business che l'emittente richiedente intende seguire;
- la prova che le persone nel consiglio di amministrazione possiedono i requisiti di onorabilità e le conoscenze e l'esperienza necessarie per amministrare l'emittente richiedente;
- la prova che le persone fisiche che detengono di più del 20% del diritto di voto dell'emittente richiedente possiedono i requisiti di onorabilità;
- una descrizione delle procedure e dei sistemi a tutela della sicurezza, compresa la cyber-sicurezza, l'integrità e la riservatezza delle informazioni.

Inoltre, nella domanda di autorizzazione deve essere presente anche un parere giuridico secondo cui i token collegati ad attività non sono assimilabili a strumenti finanziari, moneta

elettronica, depositi o depositi strutturati, testimoniando ancora una volta come la tassonomia relativa ai token sia un aspetto sul quale i dubbi ancora sono molto presenti.⁶⁵

Entro tre mesi dal ricevimento di una domanda completa, le autorità competenti valutano se l'emittente richiedente soddisfa i requisiti di cui al presente titolo e adottano una bozza di decisione pienamente motivata che concede o rifiuta l'autorizzazione. Dopo i tre mesi, le autorità competenti trasmettono il progetto di decisione all'emittente richiedente e il progetto di decisione e il fascicolo di domanda all'ABE, all'ESMA e alla BCE. Le autorità europee hanno due mesi per formulare un parere non vincolante, che sarà poi rispedito alle autorità nazionali le quali prenderanno poi una decisione finale. In caso di esito positivo, il nominativo del richiedente verrà incluso nel registro dei prestatori di cripto-assets service, tenuto dall'ESMA.

Come si può evincere dalla descrizione dell'iter per ottenere l'autorizzazione, la procedura è lunga e anche particolarmente gravosa per i richiedenti, sia per i requisiti da rispettare, ma anche per la trafila burocratica da seguire, che finisce molto spesso per ricalcare quanto previsto per gli istituti bancari. A testimonianza di ciò, il rilascio dell'autorizzazione è condizionato al rispetto di una serie di requisiti di governance, di risk management, di patrimonializzazione che ricalcano spesso gli adempimenti richiesti per le banche.⁶⁶

Per quanto riguarda, invece, il white paper, quest'ultimo deve contenere tutte le voci elencate per gli utility tokens, oltre a delle specifiche informazioni su conflitto d'interessi, governance, requisiti patrimoniali di fondi propri e riserve obbligatorie di attività.

Proprio in merito a quest'ultimo punto, il legislatore europeo ha disciplinato che emittenti di ARTs devono costituire e mantenere in ogni momento una riserva di attività, e che gli amministratori devono modificare quest'ultima a seconda del numero e della quantità di token emessi/distrutti. Inoltre, gli emittenti di token collegati ad attività che emettono due o più categorie di ARTs nell'Unione devono disporre di una politica di custodia per ciascuna riserva di attività, obbligando gli emittenti quindi a mantenere separate riserve per ciascuna singola tipologia di token emesso. Il Regolamento, inoltre, permette agli emittenti di ARTs di investire parte delle attività di riserva, ma solo in strumenti finanziari estremamente liquidi e con un rischio non superiore a quello di mercato. Dal punto di vista della custodia, l'art.33 stabilisce che attività di riserva siano separate dalle attività proprie dell'emittente, e che devono essere sempre disponibili in caso di rimborso per i possessori dei tokens.

⁶⁵ Mattassoglio, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)*, op.cit., pag. 437

⁶⁶ Mattassoglio, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)*, op.cit., pag. 436

Ultimo punto relativo alla disciplina per gli ARTs riguarda i significant ARTs, che vengono distinti dai non significant quando sono soddisfatti almeno tre dei seguenti criteri:

- Dimensioni della clientela dei promotori degli ARTs o degli azionisti dell'emittente superano una determinata soglia stabilita nel Regolamento
- il valore dei token collegati ad attività emessi o, se del caso, la loro capitalizzazione di mercato;
- il numero e il valore delle operazioni in tali token collegati ad attività;
- l'entità della riserva di attività dell'emittente dei token collegati ad attività;
- la rilevanza delle attività transfrontaliere dell'emittente dei token collegati ad attività, compreso il numero di Stati membri in cui sono utilizzati i token collegati ad attività;
- l'interconnessione con il sistema finanziario.

Una volta soddisfatti almeno tre dei criteri descritti, l'ABE elabora un progetto di decisione nel quale viene stabilito o meno la significatività di un determinato token, che sarà successivamente notificato all'emittente e all'autorità nazionali. La legge, inoltre, permette anche gli emittenti di classificare determinati token, in sede di autorizzazione, significant, e in quel caso l'autorità nazionale dovrà notificare immediatamente l'ABE.

Gli emittenti di significant ARTs devono rispettare norme più stringenti di quelle per i token collegati ad attività non significant, in materia di custodia, politiche retributive e riserve obbligatorie, come stabilito dal capo cinque del titolo III.

2.7. *Gli e-money tokens*

L'articolo 3 Titolo I del MiCAR definisce i token di moneta elettronica come *“un tipo di cripto-attività il cui scopo principale è quello di essere utilizzato come mezzo di scambio e che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una moneta fiduciaria avente corso legale”*.

L'approccio delle autorità europee alla tokenizzazione di una valuta fiat tramite la tecnologia DLT prevede che i soggetti che potranno emettere questo specifico asset digitale saranno solamente gli istituti di credito e gli istituti di moneta elettronica, rinviando gran parte della disciplina per gli e-money tokens alla Direttiva EMD.

Il Regolamento, all'articolo 43, propone di voler riportare i token di moneta elettronica nell'ambito della disciplina della moneta elettronica EMD, ossia un surrogato dei contanti che basato su tecnologia blockchain, emesso da istituti di moneta elettronica, banche o banche

centrali. Questa scelta, quindi, aggiunge anche gli e-money tokens alla categoria generale di “moneta”, insieme alla moneta legale (contante), la moneta bancaria, e la moneta elettronica. Questa scelta di assoggettare i token di moneta elettronica alla disciplina relativa alla moneta elettronica crea senza dubbi molte perplessità in dottrina, specialmente per il rischio di fraintendimenti tra gli utilizzatori.⁶⁷

La grande differenza, però, tra un emittente e-money token e uno di moneta elettronica è la pubblicazione del white paper, come stabilito dall’art.46 del MiCAR, contenente:

- una descrizione dell'emittente di token di moneta elettronica;
- una descrizione dettagliata del progetto dell'emittente e una presentazione dei principali partecipanti all'elaborazione e allo sviluppo del progetto;
- una descrizione dettagliata dei diritti e degli obblighi connessi ai token di moneta elettronica, compreso il diritto di rimborso al valore nominale;
- le informazioni sulla tecnologia e gli standard sottostanti soddisfatti dall'emittente di token di moneta elettronica che consentono la detenzione, la conservazione e il trasferimento di tali token di moneta elettronica.

Altra differenza riguarda il rimborso: l’articolo 44 del MiCAR, a differenza della direttiva EMD stabilisce che su richiesta del possessore di token di moneta elettronica, il rispettivo emittente deve rimborsare ai possessori di token di moneta elettronica, in qualsiasi momento e al valore nominale, il valore monetario dei token di moneta elettronica detenuti, in contanti o tramite bonifico.

Anche in questo caso, così come per gli ARTs, il MiCAR riserva una disciplina più stringente per i token significant, definiti tali al verificarsi di almeno tre delle condizioni precedentemente descritte per i token collegati ad attività significativi.

Gli obblighi per i significant e-money tokens sono relativi alla liquidity management policy in particolare, esattamente come per gli ARTs significant.

2.8. Analisi giuridica dei crypto-asset esclusi dal Regolamento MiCA: le virtual currencies. Cenni sulle esperienze estere.

Per comprendere la scelta delle autorità europee di non creare una disciplina ad hoc per le virtual currencies, il framework di riferimento è quello indicato nel 2018 dal Chairman del

⁶⁷ Mattassoglio, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)*, op.cit., pag. 441

Financial Stability Board, Mark Carney. Quest'ultimo, infatti, ha delineato tre possibili approcci alla regolamentazione delle valute digitali che le autorità potrebbero adottare:

- isolare
- regolamentare
- integrare i cripto-asset e le attività ad essi associate nelle discipline vigenti.

Il rapporto sostiene un approccio "isolato" alla regolamentazione delle virtual currencies, soluzione che ha adottato anche l'UE e non solo. Sulla base di questo approccio, le autorità non dovrebbero, allo stato attuale, cercare di regolamentare direttamente le cripto-valute se non quando è inevitabile, come nel caso di un'apposita tassazione o di misure per prevenire il riciclaggio di denaro. Le autorità dovrebbero permettere alle cripto-valute e alle imprese associate di svilupparsi, sperimentare e possibilmente crescere nel proprio "cyber spazio". Le motivazioni per la scelta di questo modello sono due:

- In primo luogo, una regolazione di una tecnologia emergente è difficile da progettare, soprattutto quando si deve tenere conto del principio di neutralità tecnologica. Inoltre, è possibile che la definizione e la classificazione di nuovi strumenti finanziari innovativi (come il Bitcoin) modifichi gli incentivi economici, ostacoli l'innovazione o distorca le decisioni aziendali orientandole verso l'elusione delle norme.
- In secondo luogo, Secondo il FSB, le cripto-valute *"non rappresentano un rischio materiale per la stabilità finanziaria globale"* che potrebbe giustificare una regolamentazione. Le quantità in circolazione di cripto-valute sono minime rispetto alle dimensioni dei mercati dei capitali e dei sistemi finanziari. Le istituzioni finanziarie non hanno esposizioni significative, anche per quanto riguarda le posizioni con leva finanziaria che di base potrebbero rappresentare un rischio per la stabilità finanziaria. Discorso simile per le esposizioni totali in derivati, che risultano essere sono molto ridotte. Anche se la fiducia nel sistema finanziario potrebbe subire un impatto negativo se si verificassero incidenti gravi e le autorità di vigilanza dovrebbero rimanere vigili, ma non sembra essere un problema urgente.⁶⁸

L'approccio "isolato" al fenomeno delle virtual currencies da parte dell'Unione Europea, del quale si è già parlato in precedenza, è stato criticato però da molti giuristi, così come anche

⁶⁸ Landau, *Digital currencies – Report to Bruno le Maire, Minister of Economy*, Giugno 2019, <https://www.economie.gouv.fr/rapport-landau-crypto-actifs#>

da parte delle Autorità di Vigilanza nazionali, le quali hanno sottolineato come l'assenza di una disciplina unica armonizzata aumenti le possibilità di arbitraggio regolamentare tra i paesi dell'UE, non protegga i consumatori, ed inoltre favorirebbe (o almeno non intralcherebbe) le attività illegali finanziate tramite lo scambio di VCs, fenomeno che non si è mai attenuato dal lancio del primo Bitcoin nel 2008 proprio per la natura relativamente anonima delle valute digitali.⁶⁹

L'assenza di linee guida sul trattamento giuridico di questo fenomeno giuridico a livello europeo, e non solo, ha portato le autorità di regolazione nazionali a prendere decisioni in autonomia, con delle soluzioni alcune volte molto discordanti tra loro. In particolar modo, le più grandi differenze riscontrate sono state in tema di approccio regolamentare applicato a exchanges e wallet providers, ma soprattutto riguardo la definizione di valuta digitale, spesso discordante da paese a paese per far fronte a esigenze specifiche, tra cui il trattamento fiscale e i profili antiriciclaggio.

Nello specifico, gli Stati Uniti sono stati tra i primi paesi al mondo a intavolare una discussione giuridica sul tema delle cripto-currencies. Solo nel giugno del 2015, infatti, il New York State Department of Financial Services ha introdotto una licenza specifica per gli exchange di valute virtuali, rilasciata solo successivamente al rispetto di alcune regole prudenziali tra cui: capitale minimo, criteri di governance, e presidi per rischi operativi. Ultimamente, la stessa autorità ha approvato anche le offerte al pubblico di progetti con alla base stablecoins da parte di start-up.⁷⁰

Sul tema della definizione di valuta virtuale, gli Stati Uniti non hanno trovato una soluzione univoca, dimostrando come la certezza del diritto in ambito di finanzia digitale sia uno scoglio difficile da superare. Il Financial Crimes Enforcement Network, per esempio, ha stabilito che le "valute virtuali" come Bitcoin sono un mezzo di scambio che, pur non avendo le classiche caratteristiche di una vera moneta, opera come una normale valuta in alcune circostanze. Quest'ultima posizione è stata condivisa anche da alcuni giudici americani, come per esempio nel caso SEC vs Shavers dove il Bitcoin è stato equiparato ad una 'currency or form of money'.⁷¹ Posizione discordante da quest'ultima quella dell'U.S. Commodity Future

⁶⁹ CONSOB, *Le criptovalute: che cosa sono e quali rischi si corrono*, <https://www.consob.it/web/investor-education/criptovalute>

⁷⁰ Per un'analisi approfondita, si rimanda a: Andrea Caponera e Carlo Gola, *Aspetti economici e regolamentari delle "cripto-attività"*, Banca d'Italia, marzo 2019, https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2019-0484/QEF_484_19.pdf

⁷¹ Securities And Exchange Commission V. Trendon T. Shavers And Bitcoin Savings And Tru, <https://buckleyfirm.com/wp-content/uploads/2013/08/SEC-v.-Shavers-8-6-13-Magistrate-Order.pdf>

Trading Commission che ha riconosciuto lo status di commodity alle cripto-valute, assoggettando quest'ultime alla disciplina contro le frodi e le manipolazioni di mercato, escludendo automaticamente però le norme a tutela degli investitori della SEC. Quest'ultima, invece, nel 2017 ha riconosciuto lo status di proposta di investimento delle ICOs con offerta al pubblico di cripto-valute e quindi soggetta alla specifica regolamentazione.

La posizione europea, invece, come è già stato analizzato ha previsto solo avvertenze agli investitori, non andando a modificare le discipline vigenti al fine di inquadrare le valute virtuali. Proprio per questo motivo, quindi, le valute virtuali non possono essere certamente definite come:

- moneta elettronica, come definita dalla Direttiva sulla moneta elettronica EMD;
- “fondi”, come definiti dalla Direttiva sui servizi di pagamento PSD2;
- “depositi” o “altri fondi rimborsabili” (come definiti nell’art. 4(1) della CRR);
- “strumenti a spendibilità limitata”; (quindi non “moneta elettronica” ai sensi della EMD2);
- valute di gioco, utilizzate all’interno di piattaforme dedicate (considerando 10 AMLD5);
- “monete locali” e “complementari” (considerando 10 AMLD5).⁷²

L’unica modifica approvata dal Parlamento e Consiglio Europeo che fa riferimento alle cripto-valute è la quinta direttiva AML europea⁷³, che ha esteso le norme antiriciclaggio alle società che operano nella compravendita di cripto-valute, quali le piattaforme di scambio e le società di gestione e custodia dei portafogli digitali all’interno del suolo europeo, inserendoli così all’interno dell’elenco dei “soggetti obbligati” contenuti nella precedente direttiva. Conseguentemente a questa estensione delle norme AML, tutti i soggetti precedentemente indicati dovranno:

- creare un apposito programma di identificazione dei clienti (CIP) e dei beneficiari;
- creare un sistema KYC (Know Your Customer) da applicare a tutti i loro clienti;

⁷² Caponera, Gola, *Aspetti economici e regolamentari delle ‘cripto-attività’*, op.cit., pag.20-21

⁷³ Commissione Europea, Direttiva (UE) 2018/843 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 30 maggio 2018, che modifica la direttiva (UE) 2015/849 relativa alla prevenzione dell’uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo e che modifica le direttive 2009/138/CE e 2013/36/UE

- monitorare le transazioni; stilare rapporti su possibili attività sospette da sottoporre all'attenzione delle autorità competenti nazionali.⁷⁴

Ma la grande novità riguarda la definizione di cripto-valuta, per la prima volta presente in una fonte del diritto europeo, determinata come *“una rappresentazione di valore digitale che non è emessa o garantita da una banca centrale o da un ente pubblico, non è necessariamente legata a una valuta legalmente istituita, non possiede lo status giuridico di valuta o moneta, ma è accettata da persone fisiche e giuridiche come mezzo di scambio e può essere trasferita, memorizzata e scambiata elettronicamente”*.⁷⁵ Sebbene la definizione contenuta nella modifica della direttiva europea originale in tema di antiriciclaggio, si può notare come si circoscriva il fenomeno esclusivamente alla sua dimensione valutaria, senza tenere conto del profilo di investimento che da sempre ha caratterizzato l'operatività in cripto-valute.⁷⁶

All'interno dell'Unione Europea, i paesi hanno modificato i propri ordinamenti giuridici interpretando il fenomeno delle virtual currencies in maniera molto diversa tra loro.

Nello specifico, l'autorità tedesca BaFin ha optato per recepire la MiFID includendo le unità di conto tra gli strumenti finanziari, definendole come una sorta di valuta estera con la differenza che non hanno corso legale. In più, sempre le unità di conto vengono anche definite come *“sia come unità di valore che fungono da mezzi di pagamento privati nelle transazioni di baratto, e anche come qualsiasi altra valuta sostitutiva utilizzata come mezzo di pagamento nella contabilità multilaterale sulla base di contratti di diritto privato”*⁷⁷, inquadrando quindi le cripto-valute come veri e propri strumenti finanziari assoggettati alla disciplina tedesca di recepimento MiFID. Quest'ultimo aspetto ha portato la necessità per gli exchange di richiedere un'autorizzazione alla stessa BaFin vista la riserva di attività per il trading di unità di conto, così come anche per i “miners”, i quali erano per legge considerati come gestori di multilateral trading facilities. Nel 2018 la Corte d'appello di Berlino ha stabilito che, sulla base della interpretazione della legge bancaria tedesca (KWG), il Bitcoin non è uno strumento finanziario, permettendo quindi agli exchange e ai miners di operare senza la necessità di alcuna licenza.

⁷⁴ Simone Mazzonetto, *Criptovalute: normativa internazionale a confronto*, <https://www.riskcompliance.it/news/criptovalute-normativa-internazionale-a-confronto/>

⁷⁵ Direttiva UE 2018/843 del Parlamento Europeo e del Consiglio

⁷⁶ Paolo Iemma e Nadia Cuppini, *La qualificazione giuridica delle criptovalute: affermazioni sicure e caute diffidenze*, Diritto Bancario, 2019

⁷⁷ BaFIN, *Virtual Currencies*, 11/12/17, https://www.bafin.de/EN/Aufsicht/FinTech/VirtualCurrency/virtual_currency_node_en.html

Le autorità francesi, a differenza di quelle tedesche, hanno solamente stabilito la possibilità per l'autorità nazionale dei mercati di concedere licenze a quelle società che vogliono emettere cripto-valute con ICOs per finanziarsi, comunicando però che in caso di legislazione di questo specifico cripto-asset si dovrebbe procedere ad un obbligo di licenza per gli exchange come nel caso dello stato di New York.

Nel caso della normativa italiana, come si analizzerà più dettagliatamente nel successivo capitolo, il d.lgs. 90/2017, nell'apportare importanti modifiche al quadro regolamentare in materia di antiriciclaggio, ha previsto l'obbligo per gli exchange di cripto-valute di iscrizione al registro dei cambiavalute, ed in generale l'assoggettabilità di questi soggetti alla disciplina in questione, anticipando la modifica a livello europeo precedentemente citata⁷⁸.

L'art. 1, comma 2 del decreto, fornisce inoltre una definizione di exchange, classificato come un operatore non finanziario, *“persona fisica o giuridica che fornisce a terzi, a titolo professionale, servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale”*. Tra tutti gli obblighi cui dovranno sottostare gli exchange, di grande importanza sono quelli relativi alla adeguata selezione della clientela e alla conservazione di dati e documenti raccolti.⁷⁹

In tema di natura giuridica delle valute virtuali, di importante rilevanza è stato il report di Banca d'Italia, nel gennaio del 2015, sul tema dei rischi di questo specifico asset digitale.

In questa comunicazione, infatti, le valute virtuali vengono definite come nella disciplina antiriciclaggio *“rappresentazioni digitali di valore, utilizzate come mezzo di scambio o detenute a scopo di investimento, che possono essere trasferite, archiviate e negoziate elettronicamente”*, affermando, inoltre, che *“il termine “valute virtuali” è qui utilizzato al solo scopo di identificare un fenomeno comunemente noto sotto tale denominazione; l'utilizzo del termine “valuta” non deve pertanto intendersi volto a definire la natura degli strumenti descritti nel documento”*.⁸⁰

L'Autorità di Vigilanza, pur scegliendo di non prendere una posizione netta sulla natura giuridica delle cripto currencies, ha preannunciato due strade con la finalità di valutarne l'inquadramento nell'ambito nazionale: una prima, che mette in risalto l'utilizzabilità delle

⁷⁸ V Direttiva AML (UE 2018/843)

⁷⁹ Riccardo Lucev e Federico Boncompagni, *Criptovalute e profili di rischio penale nella attività degli exchanger*, marzo 2018, Giurisprudenza Penale

⁸⁰ Banca d'Italia, *Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette “valute virtuali”*, 30 gennaio 2015, https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/avvisi-pub/avvertenza-valute-virtuali/AVVERTENZA_VALUTE_VIRTUALI.pdf

cripto-valute come mezzo di pagamento, ed una seconda che predilige la prospettiva dell'investitore, tenendo conto dello scopo di investimento che può caratterizzare l'operatività in valute virtuali.⁸¹

Ultimo esempio di approccio giuridico al fenomeno delle cripto-valute è quello cinese, che ha adottato una politica regolamentare opposta a quelle precedentemente descritte del mondo occidentale. La regolamentazione cinese prevedeva in un primo momento la possibilità per il pubblico di detenere ed utilizzare le valute digitali come mezzo di scambio, mentre allo stesso tempo vietava tassativamente le istituzioni finanziarie di fare ciò. Nello specifico, quest'ultime non potevano prezzare i propri prodotti e servizi in Bitcoin o simili, di scambiare, fornire assicurazione e servizi correlati, negoziare o gestire valuta virtuale in qualsiasi forma. Il 4 settembre 2017 la Cina ha posto al bando le ICO definendole come *“una minaccia seria per l'ordine economico e finanziario”*. È stata anche istituita una commissione guidata dalla Banca Centrale Cinese che ha il compito di effettuare ispezioni approfondite presso oltre 60 piattaforme che si occupano di finanziamento tramite ICO, al fine di tutelare gli interessi degli investitori e di gestire le ripercussioni di questo tipo di raccolta fondi in termini di rischio finanziario.⁸²

In conclusione, ad oggi gli sforzi per cercare una qualificazione giuridica delle cripto-valute sembrano non aver centrato l'obiettivo. Come sottolineato da alcuni autori, *“forse l'unica chiave di lettura del fenomeno è quella di riconoscere che Bitcoin è uno strumento poliforme e anarchico. La disciplina applicabile alle attività che contemplan l'utilizzo di Bitcoin o che si basano su di esso, pertanto, non potrà che essere individuata tenuto conto delle caratteristiche del caso concreto, in attesa di un intervento organico da parte delle competenti istituzioni e autorità di vigilanza in uno sforzo – non nuovo al sistema normativo in materia finanziaria – in cui il normatore ‘insegue’, con fisiologico ritardo, una realtà in continuo divenire”*.⁸³

2.9. Gli investment token

I token di investimento sono considerati in qualche modo equivalenti ad azioni, obbligazioni o quote di fondi di investimento collettivo, in quanto garantiscono agli investitori benefici finanziari futuri, o diritti in relazione al progetto a cui sono legati. In genere, i token di

⁸¹ Iemma, Cuppini, *La qualificazione giuridica delle criptovalute: affermazioni sicure e caute diffidenze*, op.cit.

⁸² Mazzone, *Criptovalute: normativa internazionale a confronto*, op.cit.

⁸³ Iemma, Cuppini, *La qualificazione giuridica delle criptovalute: affermazioni sicure e caute diffidenze*, op.cit.

investimento vengono emessi, in cambio di dollari/euro o altri crypto-asset, tramite ICOs, al fine di raccogliere capitale iniziale per i progetti. Gli investitori si aspettano un beneficio finanziario dall'aumento del prezzo di mercato del token/azione, ma possono anche ricevere la promessa di distribuire i futuri profitti dell'azienda (simile alla distribuzione dei dividendi) o i diritti di voto.⁸⁴

L'approccio alla regolamentazione degli investment token non è stato, come nel caso delle valute digitali, quello di "isolare" il fenomeno, ma si è preferito integrare questi crypto-asset e le attività ad essi associate nelle discipline vigenti.

Nello specifico, fin da subito l'intenzione del legislatore è stata quella di qualificare gli investment token come valori mobiliari, e quindi assoggettare questi crypto-asset alle discipline che regolano i mercati finanziari europei, come successo in America.

Tra i primi paesi al mondo a riconoscere la natura di securities ad una tipologia di token, infatti, troviamo gli Stati Uniti, con il report della SEC, nel famoso caso DAO del 2017.⁸⁵ TheDAO era una "Decentralized autonomous organization", ossia una serie di smart contract indipendenti funzionanti su blockchain Ethereum (in pratica avveniva lo scambio di DAO Token a fronte di crypto-valuta ETH), che venivano impiegati per gestire in maniera decentralizzata decisioni di investimento in progetti sponsorizzati da organizzatori della stessa DAO. La funzionalità era quindi quella di un fondo di investimento, vista la raccolta di capitale tra il pubblico che poi doveva essere impiegato in progetti selezionati e votati dai possessori dei DAO Token. Dopo un primo momento dove TheDAO riuscì a raccogliere 150 milioni di dollari tra il pubblico, a giugno 2016, a causa di una violazione dello smart contract che gestiva parte dei fondi, in poche ore 50 milioni di dollari andarono persi. Da un punto di vista giuridico, il legislatore americano si è trovato nella situazione di dover individuare la tipologia di asset, e quindi la disciplina applicabile, assoggettabile ai DAO Token. Visto lo scopo di TheDAO, come già sottolineato in precedenza, di operare in maniera molto simile a quella di un fondo di investimento, la SEC si è prontamente attivata per stabilire se il caso in questione potesse essere riconducibile all'offerta di prodotti finanziari, e di conseguenza regolato dalla Security Law americana.

⁸⁴ Valeria Ferrari, *The regulation of crypto-assets in the EU – investment and payment tokens under the radar*, Maastricht Journal of European and Comparative Law

⁸⁵ Mattassoglio, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)*, op.cit., pag.424

Per verificare la natura di security del DAO Token, la SEC ha applicato il cosiddetto Howey Test, ossia una serie di principi indicati dalla Corte Suprema nel 1946 per stabilire se una determinata tipologia di asset rientra nella nozione di contratto di investimento.⁸⁶

Per confermare se la ICO di DAO Token configura l'offerta di un contratto di investimento, l'Howey test stabilisce che "*a contract, transaction or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party.*"⁸⁷ Nel contesto dei digital tokens oggetto di ICOs, il test di Howey si articola in tre condizioni indipendenti: 1) un investimento di denaro; 2) un progetto imprenditoriale; 3) un'aspettativa di profitto prevalentemente derivante dagli sforzi del promotore o di un terzo. Tutte e tre le condizioni devono essere soddisfatte. Secondo la SEC, se i token oggetto delle ICOs soddisfano i requisiti, gli stessi devono essere considerati strumenti finanziari a tutti gli effetti, alla stregua delle securities, e sono soggetti alla Securities Law. L'ente emittente avrà dunque l'onere di registrare le offerte e le vendite degli strumenti in questione e di sottostare alla normativa antiriciclaggio.⁸⁸

Applicando l'Howey test al caso precedente, la SEC ha riconosciuto la natura di contratto di investimento ai token emessi da TheDAO, sulla base delle seguenti considerazioni:

- l'investimento non deve avere natura necessariamente "monetaria", ma può realizzarsi con diversa contribuzione di valore. Nel caso di specie il valore era costituito dagli Ether (a cui era associato un valore monetario) conferiti nel progetto in cambio di DAO Token;
- la partecipazione degli investitori era mossa da un'aspettativa di profitto. I materiali promozionali di TheDAO, infatti, mettevano ben in evidenza l'obiettivo di creare un'entità che avrebbe dovuto finanziare progetti garantendo agli investitori un ritorno economico sull'investimento;
- il profitto per gli investitori dipendeva da sforzi di terzi, in quanto le decisioni all'interno di TheDAO dei progetti da sottoporre alla valutazione di finanziamento erano adottate da un numero limitato di soggetti. I fondatori ed i curatori monitoravano le attività, salvaguardavano gli interessi degli investitori e sceglievano i progetti da candidare per potenziali investimenti.

⁸⁶ Massimiliano Nicotra, *Il regime giuridico delle ICOs. Analisi comparata e prospettive regolatorie italiane*, Università di Roma Tor Vergata, aprile 2019

⁸⁷ US) SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).

⁸⁸ Caponera, Gola, *Aspetti economici e regolamentari delle 'cripto-attività*, op.cit.

Così come il concetto di contratto di investimento nella disciplina americana, la definizione di valore mobiliare nell'ordinamento europeo non ha una definizione rigida. L'articolo 4 della MiFID II definisce i valori mobiliari come *“categorie di valori, esclusi gli strumenti di pagamento, che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, ad esempio: a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e certificati di deposito azionario; b) obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli; c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere tali valori mobiliari o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure”*.⁸⁹

Similmente all'approccio definito dal Test di Howey, i tribunali e le autorità finanziarie dell'UE utilizzano una serie di criteri funzionali per identificare ciò che costituisce uno strumento finanziario ai fini della MiFID e della normativa accessoria. In particolare, sulla base di una lettura interconnessa del Regolamento sul prospetto e della MiFID, i titoli sono caratterizzati dalle caratteristiche di trasferibilità, negoziabilità sui mercati dei capitali e standardizzazione. Inoltre, devono presentare una comparabilità funzionale con altre forme di debito mobiliare, il che significa, essenzialmente, che devono incorporare un rischio finanziario. Per trasferibilità si intende la capacità di trasferire la proprietà dell'unità da una persona a un'altra, indipendentemente dall'esistenza di qualsiasi documentazione o registrazione di tale proprietà. Le blockchain consentono agli individui di effettuare transazioni e di immagazzinare valore in portafogli digitali protetti da chiavi private, dove una persona o un'entità che abbia il controllo legittimo delle stesse può dimostrare la proprietà degli asset associati a queste ultime. I token, quindi, soddisfano questo requisito a condizione che la loro trasferibilità non sia preclusa a livello tecnico.⁹⁰

La negoziabilità comporta di fatto la "capacità di essere negoziati" su un mercato dei capitali. La facilità con cui i token vengono scambiati su exchange online dedicati dimostra la loro idoneità alle modalità di vendita e acquisto dei mercati dei capitali.

Secondo il CESR Technical Advice on the MiFID, la standardizzazione, invece, implica che le unità emesse condividano una serie di caratteristiche che consentono di considerarle una

⁸⁹ Direttiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=IT>

⁹⁰ Ferrari, *The regulation of crypto-assets in the EU – investment and payment token under radar*, op.cit., pag. 331

classe omogenea.⁹¹ Per determinare se gli investment token sono sufficientemente standardizzati non è importante che i cripto-asset, nel loro complesso, costituiscano una classe omogenea di strumenti. La standardizzazione deve essere valutata a livello di singoli emittenti: i token devono essere offerti da un singolo emittente come unità standardizzate e fungibili. Quindi, a meno che i token non siano incorporati con rivendicazioni e diritti che li rendono individualmente diversi gli uni dagli altri, i cripto-asset presentano la caratteristica della standardizzazione.⁹²

Infine, per valutare l'ultimo requisito funzionale, occorre verificare se i token assomigliano ai tipi di valori mobiliari elencati nella MiFID e se comportano rischi finanziari per gli investitori tali da giustificare l'applicazione delle norme in questione. Le risposte a queste domande devono basarsi su un'analisi caso per caso delle cripto-valute emesse. Tuttavia, è opinione condivisa che i token possano, in alcune situazioni, assomigliare ad azioni o obbligazioni, e che presentino effettivamente un rischio finanziario che comporta la necessità di mitigare l'asimmetria informativa. Ciò è confermato, per esempio, dalla pratica di pubblicare white paper (aspetto chiave anche nella disciplina MiCAR successivamente analizzata), che hanno uno scopo simile a quello dei prospetti per consentire agli investitori di prendere decisioni informate.⁹³

2.10. Payment Token

Un'ulteriore tipologia di cripto-asset che è stata assoggettata ad una disciplina esistente è il token di pagamento. La natura giuridica di quest'ultimo è stata molto discussa in dottrina, specialmente per il rischio che avrebbe comportato una posizione non interventista del legislatore europeo sul tema del riciclaggio e del finanziamento alle attività illecite.

Nel 2019 l'EBA ha comunicato, nel report per la Commissione Europea sui cripto-asset, che i cripto-asset utilizzati come mezzi di pagamento possono essere considerati "moneta elettronica", rientrando nell'ambito di applicazione della Direttiva sulla moneta elettronica (EMD2) e della Direttiva sui servizi di pagamento (PSD2).⁹⁴

⁹¹ CERS, *Technical advice to the european commission in the context of the mifid review and responses to the european commission request for additional information*, 2010

⁹² Ferrari, *The regulation of crypto-assets in the EU – investment and payment token under radar*, op.cit., pag. 332

⁹³ Ferrari, *The regulation of crypto-assets in the EU – investment and payment token under radar*, op.cit., pag. 332

⁹⁴ EBA, *Report with advice for the European Commission on crypto-asset*, 9 January 2019.

Nel documento alla Commissione dell'EBA, quest'ultima parte da una valutazione preliminare: nel valutare se l'EMD2 e la PSD2 si applicano a un'attività che coinvolge un cripto-asset, è essenziale effettuare una valutazione caso per caso, tenendo presente che cripto-asset diversi hanno caratteristiche diverse, che in alcuni casi possono cambiare durante il ciclo di vita dell'asset, e che dovrebbe essere adottato un approccio "substance over form".

Un payment token rientra nella sfera di applicazione dell'EMD2 se soddisfa ogni elemento della definizione di valuta virtuale presente nella disciplina. Quest'ultima individua la valuta virtuale come *“il valore monetario memorizzato elettronicamente, ivi inclusa la memorizzazione magnetica, rappresentato da un credito nei confronti dell'emittente che sia emesso dietro ricevimento di fondi per effettuare operazioni di pagamento ai sensi della direttiva 2007/64/CE e che sia accettato da persone fisiche o giuridiche diverse dall'emittente di moneta elettronica”*.⁹⁵

Nella valutazione dell'autorità competente, il token deve:

- essere memorizzato elettronicamente
- avere un valore monetario;
- rappresentare un credito nei confronti dell'emittente;
- essere emesso al ricevimento di fondi;
- essere emesso allo scopo di effettuare operazioni di pagamento;
- essere accettato da persone diverse dall'emittente.⁹⁶

Tale qualificazione implica che gli asset in questione devono essere considerati "fondi" anche ai fini della PSD2. Ne consegue che le imprese che offrono "servizi di pagamento" in cripto-asset rientrano nell'ambito di applicazione della PSD2. Secondo questa direttiva, gli Stati membri devono garantire che la moneta elettronica sia emessa solo da "emittenti di moneta elettronica" autorizzati e che questi ultimi dispongano di risorse adeguate (tra cui un capitale iniziale di almeno 350.000 euro e un importo proporzionale di fondi propri) e di misure di salvaguardia.⁹⁷

⁹⁵ Direttiva 2009/110/Ce Del Parlamento Europeo E Del Consiglio del 16 settembre 2009 *concernente l'avvio, l'esercizio e la vigilanza prudenziale dell'attività degli istituti di moneta elettronica, che modifica le direttive 2005/60/CE e 2006/48/CE e che abroga la direttiva 2000/46/CE*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0110&from=en>

⁹⁶ EBA, *Report with advice for the European Commission on crypto-asset*, op.cit.

⁹⁷ Ferrari, *The regulation of crypto-assets in the EU – investment and payment token under radar*, op.cit., pag. 339

CAPITOLO TERZO
L'ATTUALE FRAMEWORK REGOLAMENTARE NAZIONALE
IN ATTESA DI MiCAR

3.1. Il Decreto Semplificazioni 2018 e le modifiche al Decreto Antiriciclaggio

Sotto il punto di vista regolatorio, le tecnologie DLT e i relativi ambiti di applicazione sono oggetto di attenzione sia da parte delle Autorità europee sia da parte del legislatore nazionale.

Infatti, oltre alla Digital Finance Strategy e ai report delle ESAs a livello comunitario, anche il legislatore italiano, analogamente a quanto avvenuto in altri Paesi dell'UE, ha adottato una serie di misure che intendono costituire un assetto normativo a livello nazionale capace di favorire lo sviluppo e, al contempo regolare i rischi, delle diverse tipologie di cripto-asset che, tramite l'utilizzo dei sistemi DLT, possono essere offerte sul mercato.

Con il Decreto Semplificazioni del 2018 (decreto-legge 14 dicembre 2018, n. 135, convertito in legge 11 febbraio 2019, n. 12), il legislatore italiano ha introdotto le nozioni di “tecnologie basate su registri distribuiti” e di “smart contract”.

Le tecnologie basate su registro distribuito vengono definite, ai sensi dell'art. 8-ter del Decreto come *“le tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetturealmente decentralizzato su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l'aggiornamento e l'archiviazione di dati sia in chiaro che ulteriormente protetti da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili”*.

Lo smart contract, invece, come *“un programma per elaboratore che opera su tecnologie basate su registri distribuiti e la cui esecuzione vincola automaticamente due o più parti sulla base di effetti predefiniti dalle stesse. Gli smart contract soddisfano il requisito della forma scritta previa identificazione informatica delle parti interessate, attraverso un processo avente i requisiti fissati dall'Agenzia per l'Italia Digitale con linee guida da adottare entro novanta giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto”*.

Il Decreto Semplificazioni ha costituito, quindi, un primo framework di riferimento, seppur di limitata portata, per un possibile inquadramento delle fattispecie giuridiche basate su DLT in Italia, anche se ancora oggi, a distanza di più di tre anni, la legge ha una portata estremamente limitata e non è applicabile nella prassi.

Il Decreto, infatti, si limita a precisare che:

- la memorizzazione di un documento informatico attraverso l'uso di tecnologie basate su registri distribuiti produce gli effetti giuridici della validazione temporale elettronica;
- gli smart contract soddisfano il requisito della forma scritta esclusivamente previa identificazione informatica delle parti interessate.

Il legislatore italiano, come si evince, ha voluto garantire l'integrità allo scambio dei dati, riconoscendo valenza giuridica a tale certificazione. Inoltre, il Decreto ha stabilito anche il ruolo fondamentale dell'Agenzia per l'Italia digitale, la quale avrebbe dovuto entro 90 giorni dall'entrata in vigore del Decreto Semplificazioni pubblicare delle linee guida, che avrebbero specificato:

- gli standard tecnici che debbono possedere le tecnologie basate su registri distribuiti affinché possano produrre gli effetti giuridici della validazione temporale elettronica;
- i requisiti per l'identificazione informatica delle parti vincolate da uno smart contract.

Ancora oggi l'AgID non si è espressa in materia, e l'assenza di queste linee guida rende inapplicabili le norme del Decreto Semplificazioni.⁹⁸

Il d.lgs.90/2017 ha introdotto una serie di modifiche alle disposizioni vigenti, tra cui la normativa antiriciclaggio (231/2017) e il d.lgs. 141/2010, in materia di contratti di credito ai consumatori. Con la modifica alla disciplina antiriciclaggio vengono definite le valute virtuali, i prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale, e i prestatori di servizi di portafogli digitali. In questo caso, di particolare importanza risulta essere la nozione di valuta virtuale, definita come *“rappresentazione digitale di valore, non emessa né garantita da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi o per finalità di investimento e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente”*. Il legislatore, inoltre, con l'obiettivo di limitare il riciclaggio e finanziamento di attività illecite derivanti dallo scambio di valute virtuali, ha previsto che il prestatore di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale, dove per tale si intende *“ogni persona fisica o giuridica che fornisce a terzi, a titolo professionale, servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale”* sarà tenuto all'adempimento

⁹⁸ Tra l'altro, dalla lettura testuale delle nuove definizioni sorgono diversi dubbi. Per esempio, secondo la definizione, un registro distribuito erogato da un singolo soggetto utilizzando tre server di un servizio cloud dovrebbe poter beneficiare degli effetti giuridici della validazione temporale elettronica. Purtroppo, però, in questo caso specifico un qualsiasi potrebbe dimostrare la semplice alterabilità del contenuto da parte dell'attore e quindi farne decadere gli effetti giuridici. Cfr. Fabrizio Cascinelli, Cristina Bernasconi, Marco Monaco, Distributed Ledger Technology e Smart Contract: finalmente è Legge. Prime riflessioni su una rivoluzione tecnologico-giuridica, 2019.

degli obblighi di adeguata verifica della clientela, di conservazione, di segnalazione di operazioni sospette, etc., previsti dalla normativa antiriciclaggio, limitatamente però allo svolgimento dell'attività di conversione di valute virtuali da ovvero in valute aventi corso forzoso. Tra i soggetti che rientrano nella definizione di prestatore di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale non troviamo i soggetti che non svolgono quindi attività di conversione, come ad esempio i wallet providers. Questi ultimi sono stati considerati dal legislatore come dei cambiavalute, ai quali si applicano gli articoli del D.lgs. 141/2010 in materia di "attività di cambiavalute". In particolare, la condizione per poter operare sul suolo italiano e comunitario è quello di richiedere l'iscrizione al cosiddetto OAM, l'Organismo per la gestione degli elenchi degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi.

Per l'iscrizione tra i requisiti fondamentali si trova il possesso della cittadinanza italiana o di un paese comunitario per le persone fisiche, mentre per le persone giuridiche diverse da queste ultime è necessaria la sede legale o amministrativa in uno dei Paesi dell'UE.⁹⁹

Nel 2018, il legislatore europeo con la V Direttiva Antiriciclaggio riconosce due attori principali del mercato virtuale:

- i "prestatori di servizi la cui attività consiste nella fornitura di servizi di cambio tra valute virtuali e valute aventi corso forzoso";
- i "prestatori di servizi di portafoglio digitale" (c.d. "wallet providers"), definiti come coloro che forniscono "servizi di salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto dei propri clienti, al fine di detenere, memorizzare e trasferire valute virtuali".

L'obiettivo del legislatore europeo, esplicito nel Considerando 8 della Direttiva, è stato quello di ampliare l'ambito di applicazione della direttiva Antiriciclaggio sia a prestatori di servizi la cui attività consiste nella fornitura di servizi di cambio tra valute virtuali e valute legali, che i prestatori di servizi di portafoglio digitale.

Inoltre, la disciplina ha stabilito che tutti i soggetti che rientrano in una delle due definizioni precedentemente riportate devono richiedere un'iscrizione in un registro nazionale, che nel caso italiano è l'OAM, obbligo prima limitato solo per i soggetti considerati dalla legge nazionale Cambiavalute.

A febbraio 2022, con un Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze, è stata istituita una sezione speciale del registro dei Cambiavalute tenuto dall'OAM per i prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale e i prestatori di servizi di portafoglio digitale. A questa sezione dovranno iscriversi i soggetti *che "intendono svolgere la propria attività, anche*

⁹⁹ Sabrina Galmarini, *Monete virtuali e antiriciclaggio: terreni dai confini incerti*, Diritto Bancario, 2018

online, sul territorio della Repubblica”. Nell’ambito della comunicazione che gli operatori debbono effettuare all’OAM per conseguire l’iscrizione alla Sezione speciale del Registro è previsto che essi debbano fornire, tra l’altro, *“l’indicazione del numero e dell’indirizzo dei punti fisici di operatività, ivi compresi gli eventuali sportelli automatici (ATM), e/o dell’operatività online con l’indicazione dell’indirizzo web tramite il quale il servizio è svolto”*.

3.2. L’utilizzo di cripto-attività per finalità di investimento – Le possibili forme di tutela con la legislazione vigente: i cripto-asset come strumenti finanziari

Dall’illustrazione dei sopradescritti interventi normativi si evince che il framework normativo dei cripto-asset è attualmente estremamente limitato, non affrontando il tema della tutela dei consumatori e piccoli investitori. Infatti, ancora oggi, tenuto conto che il Regolamento MiCA non è ancora in vigore e lascia scoperte alcune fattispecie di asset digitali, anche a livello di normativa nazionale l’acquisto di cripto-attività non è soggetto alle norme in materia di trasparenza dei prodotti bancari e dei servizi di investimento e continua a essere sprovvisto di specifiche forme di tutela; segnatamente dette attività non sono soggette a nessuna forma di supervisione o di controllo da parte delle Autorità di vigilanza.

In ragione di ciò, la CONSOB e la Banca d’Italia nell’aprile 2021 hanno pubblicato un comunicato stampa congiunto finalizzato a *“richiamare l’attenzione della collettività, e in particolare dei piccoli risparmiatori, sugli elevati rischi connessi con l’operatività in cripto-attività (cripto-asset) che possono comportare la perdita integrale delle somme di denaro utilizzate”* ed evidenziando che *“l’adesione a offerte di prodotti finanziari correlati a cripto-attività, quali ad esempio i cd. digital token, è un investimento altamente rischioso, tanto più qualora, come spesso riscontrato, le offerte siano effettuate da operatori abusivi, non autorizzati, non regolati e non vigilati da alcuna Autorità”*.¹⁰⁰

Una prima strada per l’applicazione agli investitori in cripto-attività di forme di tutela già previste dall’ordinamento è costituita dalla classificazione di tali attività quali strumenti finanziari. Da tale classificazione dipende l’applicabilità alla commercializzazione di tali asset principalmente dell’intera disciplina contenuta nella direttiva MiFID II, e quindi delle disposizioni in materia di servizi di investimento e di mercati.¹⁰¹

¹⁰⁰ Banca d’Italia e CONSOB, *Consob e Banca d’Italia mettono in guardia contro i rischi insiti nelle cripto-attività*, 28 aprile 2021

¹⁰¹ In sintesi, per effetto di tale classificazione la commercializzazione delle cripto-attività qualificabili come strumenti finanziari sarebbe riservata ai soggetti abilitati e la loro negoziazione nell’ambito di piattaforme sarebbe

In precedenza, si è evidenziato come il Regolamento MiCA (art. 2, par. 2) non si applica alle crypto-attività che rientrano nella definizione di strumenti finanziari ai sensi dell'art. 4 par. 1, punto 15, della Direttiva MIFID II.

A tale riguardo, l'ESMA in uno dei suoi Advice ha chiarito che *“l'attuale classificazione di una crypto-attività come strumento finanziario è responsabilità di ogni singola autorità nazionale, e dipenderà dallo specifico recepimento nazionale della normativa eurounitaria e dalle informazioni e evidenze a disposizione della medesima autorità”*.¹⁰²

Questa impostazione ha tuttavia dei limiti. Come illustrato nella relazione illustrativa alla proposta di Regolamento *“laddove una crypto-attività rientra nella definizione di strumento finanziario ai sensi della MiFID II, non è chiaro in che modo il quadro normativo vigente in materia di servizi finanziari si applichi a tali attività e ai servizi a esse correlati. Poiché il quadro normativo vigente non è stato elaborato tenendo conto delle crypto-attività e della DLT, le ANC hanno difficoltà ad applicare e interpretare i vari requisiti previsti dal diritto dell'UE, che possono ostacolare l'innovazione. Tali ANC potrebbero quindi adottare approcci divergenti per quanto riguarda l'interpretazione e l'applicazione delle norme dell'UE esistenti. Questo approccio divergente delle ANC crea una frammentazione del mercato”*.

A dimostrazione del rischio di un approccio estremamente eterogeneo alla classificazione di crypto-asset come strumenti finanziari, la stessa relazione afferma che *“Per le crypto-attività che non sono disciplinate dalla legislazione dell'UE in materia di servizi finanziari, l'assenza di norme espone i consumatori e gli investitori a rischi sostanziali. In assenza di norme a livello dell'UE, tre Stati membri (Francia, Germania e Malta) hanno già istituito regimi nazionali che disciplinano taluni aspetti delle crypto-attività non assimilabili a strumenti finanziari ai sensi della MIFID II né a moneta elettronica ai sensi della EMD2. Tali regimi differiscono in quanto: (i) in Francia le norme hanno carattere facoltativo, mentre a Malta e in Germania sono obbligatorie; (ii) gli ambiti di applicazione delle crypto-attività e delle attività contemplate sono diversi; (iii) gli obblighi imposti agli emittenti o ai fornitori di servizi non sono gli stessi; e (iv) le misure per garantire l'integrità del mercato non sono equivalenti”*.

Ciò detto, l'applicazione del regime di tutela previsto dal Testo Unico della Finanza, passa dall'opera tutt'altro che agevole di ritrovamento nell'ambito dei singoli crypto-asset degli

consentita esclusivamente attribuendo a queste ultime la qualità di mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione.

¹⁰² ESMA, *Advice on ICOs and crypto-assets*, 9 January 2019, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf

elementi caratteristici degli strumenti finanziari che sulla scorta della medesima Direttiva sono oggetto di una classificazione tassativa, ancorché non del tutto chiusa.¹⁰³

Si pensi ad esempio alla nozione di valore mobiliare, di cui all'art. 4 della Direttiva MiFID II che si qualifica in ragione della negoziazione nel mercato dei capitali, ovverosia, secondo l'interpretazione comune dell'espressione, in ragione dell'essere "*normalmente e generalmente trasferibile e dunque idoneo a formare oggetto di transazioni sul mercato*".¹⁰⁴

Da qui si può affermare che l'utilizzo della tecnologia DLT come elemento caratterizzante dell'intero mondo delle cripto-attività costituisce un elemento che, favorendo la circolazione di dette attività, potrebbe facilitarne la qualificazione in termini di valori mobiliari (quantomeno di quelli che vengono chiamati investment token).

Analogamente, contratti derivati (quali ad esempio future, swap, forward) aventi come sottostante cripto-attività potrebbero a mio avviso rientrare nell'ambito degli strumenti finanziari considerata l'estrema ampiezza della categoria, che comprende contratti connessi ad attività estremamente eterogenee quali le valute, le merci e altre "misure finanziarie" (sezione C nn. 4-10 dell'allegato 1 del TUF).

Infine, anche le quote di organismi di investimento collettivo (fondi di investimento) che investono in cripto-attività sembrerebbero potersi agevolmente ricondurre sotto la disciplina del medesimo testo unico quali strumenti finanziari.

Il tutto senza necessità di adattamenti alla disciplina vigente.

3.3. *Le cripto-attività come prodotti finanziari*

Un diverso approccio alla tutela degli investitori in cripto-attività passa dalla qualificazione di quest'ultime come prodotti finanziari. Tale nozione ai sensi dell'art. 1, comma 1, lettera *u*), del Testo Unico comprende "*gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*". Tale nozione, come è noto, comprende il catalogo degli strumenti finanziari contenuto nella disciplina eurounitaria, nonché ogni investimento di natura finanziaria; tuttavia, tale estensione è esclusivamente di matrice domestica, non rinvenendosi nella normativa europea.

A differenza della nozione di strumento finanziario, quella di prodotto finanziario non rimanda ad un elenco tassativo di attività, risultando "*talmente ampia da ricomprendere ogni*

¹⁰³ Filippo Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli Editore, 2021 pag. 107

¹⁰⁴ Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, op.cit., pag. 109

*strumento che sia idoneo alla raccolta di risparmio, comunque denominato (e, pertanto, indipendentemente dalla forma che lo strumento assume), e anche se privo dei tratti propri degli strumenti finanziari, purché rappresentativo di un impiego finanziario di capitali”.*¹⁰⁵

Secondo la costante interpretazione della nozione di prodotto finanziario, contenuta nelle comunicazioni della CONSOB, un investimento ha natura finanziaria in presenza dei seguenti elementi: (i) impiego di capitale; ii) aspettativa di un rendimento di natura finanziaria, ossia di un profitto consistente nell'accrescimento delle disponibilità investite, prospettato già all'atto dell'instaurazione del rapporto contrattuale, derivante prevalentemente dalle azioni imprenditoriali o manageriali poste in essere da terze parti rispetto all'acquirente il prodotto; iii) assunzione di un rischio direttamente correlato all'impiego di capitale.¹⁰⁶ I contratti di investimento hanno, quindi, una causa finanziaria. Come statuito dalla Corte di Cassazione *"La causa negoziale è finanziaria [allorquando] la ragione giustificativa del contratto, e non il suo semplice motivo interno privo di rilevanza qualificante, consiste proprio nell'investimento del capitale (il "blocco" dei risparmi) con la prospettiva dell'accrescimento delle disponibilità investite, senza l'apporto di prestazioni da parte dell'investitore diverse da quella di dare una somma di denaro"* (Cass. Sez. II Civ. Sent. n. 2736 del 2013).

La nozione è alla base dell'intera disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari, per la quale si intende *"ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati"*, ed è il presupposto per l'applicazione principalmente delle norme in materia di prospetto d'offerta (artt. 94 segg. Testo Unico) e degli incisivi poteri della CONSOB in caso di offerte svolte in violazione della relativa disciplina tra i quali quelli di sospensione e divieto dell'offerta e di "oscuramento" dei siti web tramite i quali vengono offerti prodotti finanziari senza la dovuta autorizzazione.¹⁰⁷ Va inoltre

¹⁰⁵ Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, op.cit., pag.372

¹⁰⁶ <https://www.consob.it/web/area-pubblica/scheda-3>. Vedi anche Comunicazione CONSOB n.0385340, 28 aprile 2020 in www.consob.it. Nella comunicazione si precisa che "considerata la necessità di contenere i margini di incertezza nell'individuazione delle ipotesi rilevanti – soprattutto in presenza di fattispecie atipiche – la Consob ha distinto tra "investimento finanziario" e "investimento di consumo", evidenziando come nel primo caso il risparmiatore conferisce il proprio denaro in base a una promessa/aspettativa di profitto, vale a dire di accrescimento delle disponibilità investite mentre, nel secondo caso, la spesa è essenzialmente finalizzata al godimento del bene, cioè alla trasformazione delle proprie disponibilità in beni reali idonei a soddisfare immediatamente i bisogni".

¹⁰⁷ Potere attribuito dalla CONSOB dall'art. 36, comma 2-terdecies, della legge 28 giugno 2019 n.58.

considerato che l'offerta al pubblico di prodotti finanziari in difetto delle condizioni previste dalla legge è un reato punito dall'art. 166 del Testo Unico.

Ad oggi, la nozione domestica di prodotto finanziario si è dimostrata in grado di intercettare offerte di cripto-asset con finalità di investimento portando alla condanna in sede penale i soggetti dediti alla pubblicazione e all'offerta alla clientela di cripto-attività per il tramite di siti internet a ciò dedicati. Per esempio, nella sentenza 44337 del 2021 la Corte di Cassazione che ove la vendita di Bitcoin venga reclamizzata come una vera e propria proposta di investimento, si ha una attività soggetta agli adempimenti di cui agli artt. 91 e seguenti TUF (...), la cui omissione integra la sussistenza del reato di cui all'art. 166 comma 1 lett.c) TUF (che punisce chiunque offre fuori sede, ovvero promuove o colloca mediante tecniche di comunicazione a distanza prodotti finanziari o strumenti finanziari o servizi o attività di investimento); pertanto, allo stato, può ritenersi il Bitcoin un prodotto finanziario qualora acquistato con finalità d'investimento: la valuta virtuale, quando assume la funzione, e cioè la causa concreta, di strumento d'investimento e, quindi, di prodotto finanziario, va disciplinato con le norme in tema di intermediazione finanziaria (art. 94 ss. TUF), le quali garantiscono attraverso una disciplina unitaria di diritto speciale la tutela dell'investimento.

In altra decisione, la Corte di Cassazione (sentenza 26807 del 2020) ha rilevato che *“la vendita di Bitcoin veniva reclamizzata come una vera e propria proposta di investimento, tanto che sul sito ove veniva pubblicizzata si davano informazioni idonee a mettere i risparmiatori in grado di valutare se aderire o meno all'iniziativa, affermando che “chi ha scommesso in Bitcoin in due anni ha guadagnato più del 97%”;* trattasi pertanto, di attività soggetta agli adempimenti di cui agli artt. 91 e seguenti TUF, la cui omissione integra la sussistenza del reato di cui all'art. 166 comma 1 lett. C) TUF”.¹⁰⁸

Anche in ambito amministrativo, il descritto potere di oscuramento dei siti internet attraverso i quali vengono effettuate offerte abusive ha sempre più frequentemente ad oggetto piattaforme di scambio di cripto-attività.

A titolo di esempio, con delibera 22345 del 25 maggio 2022 la CONSOB ha ordinato di porre termine all'offerta al pubblico italiano di servizi ed attività di investimento aventi ad oggetto cripto-valute attraverso un sito internet gestito da un'impresa non autorizzata ad operare

¹⁰⁸ Vedi Francesco Dalaiti, *Cripto-valute e abusivismo finanziario, cripto-analogia o interpretazione estensiva*, in *Sistema Penale* n.1/2021

in Italia.¹⁰⁹ Alla data del 26 maggio 2022, è pari a 708 il numero dei siti complessivamente oscurati dalla Consob a partire da luglio 2019, da quando l'Autorità è stata dotata del potere di ordinare l'oscuramento dei siti web degli intermediari finanziari abusivi. La maggior parte di essi riguarda siti di offerta di cripto-attività.¹¹⁰

¹⁰⁹

<https://www.consob.it/web/areapubblica/bollettino/documenti/interdittivi/divieto/2022/d22345.htm?hkeywods=cripto&docid=0&page=0&hits=35&nav=true>

¹¹⁰ Cfr. il comunicato stampa "Occhio alle truffe!" Abusivismo finanziario: Consob oscura 5 siti internet abusivi, https://www.consob.it/web/area-pubblica/dettaglio-news/-/asset_publisher/qjVSo44Lk1fl/content/comunicato-stampa-26-maggio-2022/10194

Conclusioni

La proposta di Regolamento MiCA è senza dubbio un punto di partenza significativo per una regolamentazione del fenomeno delle cripto-attività nei paesi dell'Unione.

Tuttavia, ancora oggi sono molte le controversie sul tema della regolamentazione applicata ai cripto-asset.

In primo luogo, le autorità di regolamentazione europee hanno dimostrato una forte difficoltà nel tenere il passo con le innovazioni digitali, ed in particolare con quelle applicate alla finanza. A dimostrazione di ciò, a giugno 2022 il MiCAR non è ancora entrato in vigore, a quasi due anni dalla pubblicazione della bozza di Regolamento contenuta nel Digital Finance Package, tempo nel quale il mondo della finanza digitale e dei token si è evoluto ed è cambiato radicalmente. Ad oggi, per esempio, molti degli investimenti in attività cripto sono nei cosiddetti NFTs (non-fungible tokens), i quali a detta dell'osservatorio europeo sulla blockchain non rientrerebbero negli obiettivi della MiCAR, in quanto quest'ultimo non sarebbe riferito a cripto asset infungibili, lasciando i consumatori e gli investitori retail senza alcun tipo di protezione giuridica.

Il secondo punto riguarda l'approccio alla regolamentazione delle autorità europee, le quali hanno scelto di formulare una disciplina ad hoc solo per alcune specifiche tipologie di cripto-asset, optando per integrare altre tipologie di asset digitali nelle discipline vigenti e una non regolamentazione in tema soprattutto di cripto-valute, categoria nella quale rientra anche il fenomeno più controverso del fintech, il Bitcoin.

Si può evincere quindi come l'obiettivo del regolatore europeo, divenuto ancora più evidente con la bozza di Regolamento MiCA, sia quello di una disciplina in tema di cripto-asset eurounitaria che metta le basi per una tokenizzazione del mondo finanziario, fondato sui classici strumenti finanziari e di pagamento dematerializzati e scambiati attraverso l'uso delle Distributed Ledger Technologies e degli smart contracts. Queste tecnologie, con la blockchain in primo piano, hanno avuto un ruolo così "disruptive" nella finanza e non solo, proprio grazie all'assenza di regole e di intermediazione che ne hanno caratterizzato l'operatività. Oggi invece, il regolatore europeo ha scelto semplicemente di inserire queste tecnologie all'interno del paradigma finanziario classico, quest'ultimo caratterizzato soprattutto dall'intermediazione e da discipline normative molto rigide, soprattutto dopo la crisi del 2008 dei mutui sub-prime.

Il rischio è quello di un freno allo sviluppo dei mercati finanziari grazie alle potenzialità di queste tecnologie. In questo senso, una volta diventata legge la bozza di Regolamento MiCA,

sarà cruciale l'analisi dei dati economici per verificare l'effetto della disciplina sullo sviluppo degli asset oggetto di regolamentazione. Il rischio che gli operatori e i mercati in generale rispondano in maniera negativa alla regolamentazione, abbandonando l'utilizzo e l'emissione di alcune delle categorie disciplinate (o la loro localizzazione al di fuori dell'Unione) non è da escludere, come già successo con la drastica diminuzione di ICOs di investment token dopo l'assoggettamento di questi ultimi alla MiFID II. In tal caso, il regolatore europeo dovrà esser pronto a cambiare approccio e a trovare una soluzione che garantisca finalmente un solido connubio tra lo sviluppo della tecnologia in ambito finanziario e la protezione dei consumatori, che ad oggi sembra ancora tutto da costruire.

Bibliografia

Annunziata Filippo, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli Editore, 2021

Annunziata Filippo, Zetsche Dirk A., Arner Douglas W., Buckley Ross P., *The markets in crypto-assets regulation (mica) and the EU digital finance strategy*, European Banking Institute, Law Working Paper Series, Paper n.018, 2020

BCE, *Rapporto su euro digitale*, 2020

Caponera Andrea, Gola Carlo, *Aspetti economici e regolamentari delle 'cripto-attività'*, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, 2019

Carrière Paolo, *Crypto-assets: le proposte di regolamentazione della Commissione UE. Opportunità e sfide per il mercato italiano*, Diritto Bancario, 2020

Cascinelli Fabrizio, Bernasconi Cristina, Monaco Marco, *Distributed Ledger Technology e Smart Contract: finalmente è Legge. Prime riflessioni su una rivoluzione tecnologico-giuridica*, Diritto Bancario, 2019

CERS, *Technical advice to the european commission in the context of the mifid review and responses to the european commission request for additional information*, 2010

Corapi Elisabetta, Lener Raffaele, *I diversi settori del Fintech – Problemi e Prospettive*, Università degli studi di Roma di 'Tor Vergata', 2017

Dalaiti Francesco, *Cripto-valute e abusivismo finanziario, cripto-analogia o interpretazione estensiva*, Sistema Penale, Fascicolo 1, 2021

EBA Report, *Report with advice for the European Commission on crypto-asset*, 2019

ESMA, *Advice on ICOs and crypto-assets*, 2019

Ferrari Valeria, *The regulation of crypto-assets in the EU – investment and payment token under radar*, Maastricht Journal of European and Comparative Law, 2020

FINANCIAL STABILITY BOARD, *Regulation, Supervision and Oversight of "Global Stablecoin" Arrangements*, Final Report and High-Level Recommendations, 13 ottobre 2020

G7 Working Group on Stablecoins, *"Investigating the impact of global stablecoins"*, 2019

Galmarini Sabrina, *Monete virtuali e antiriciclaggio: terreni dai confini incerti*, Diritto Bancario, 2018

Iemma Paolo, Cuppini Nadia, *La qualificazione giuridica delle criptovalute: affermazioni sicure e caute diffidenze*, Diritto Bancario, 2018

- Landau, *Digital currencies – Report to Bruno le Maire, Minister of Economy*, 2019
- Lannoo Karel, *Regulating crypto and cyberware in the EU*, ECMI Policy Brief, no.31, settembre 2021
- Lucev Riccardo, Boncompagni Federico, *Criptovalute e profili di rischio penale nella attività degli exchanger*, *Giurisprudenza Penale*, 2018
- Mattassoglio Francesca, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)*, *Rivista di Diritto Bancario*, Fascicolo II, 2021
- Montagni Maria Illa, Cavallo Mirta, *L'industria finanziaria tra fintech e techfin: prime riflessioni su blockchain e smartcontract*, Zanichelli, 2019
- Nicotra Massimiliano, *Il regime giuridico delle ICOs. Analisi comparata e prospettive regolatorie italiane*, *Diritto Bancario*, 2019
- Ringe Wolf-George, Ruof Christopher, *The DLT Pilot Regime: An EU Sandbox, at Last!*, University of Oxford-Faculty of Law, 2020
- Stiefmueller Christian M., *One born every minute: Striking the balance between promoting innovation and protecting citizens. An analysis of the EU Digital Finance Package*, James Pieper, ottobre 2021

Sitografia

BaFIN, *Virtual Currencies*, 2017,

https://www.bafin.de/EN/Aufsicht/FinTech/VirtualCurrency/virtual_currency_node_en.html

Banca d'Italia, *Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette "valute virtuali"*, 2015,

https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/avvisi-pub/avvertenza-valute-virtuali/AVVERTENZA_VALUTE_VIRTUALI.pdf

Banca d'Italia, CONSOB, *Consob e Banca d'Italia mettono in guardia contro i rischi insiti nelle cripto-attività*, 2021,

BCE, *European Parliament plenary debate on the ECB Annual Report for 2016*, 2016,

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180205.en.html>

COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale e al Comitato delle Regioni relativo ad un piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo*, 2018,

https://eurlex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:6793c578-22e6-11e8-ac73-01aa75ed71a1.0017.02/DOC_1&format=PDF

COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della commissione al Parlamento Europeo, al consiglio, al comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni relativa a una strategia in materia di finanza digitale per l'UE*, 2020, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52020DC0591>

CONSOB, "Occhio alle truffe!" abusivismo finanziario: Consob oscura 5 siti internet abusivi, [consob.it/web/area-pubblica/dettaglio-news/-](https://www.consob.it/web/area-pubblica/dettaglio-news/-/asset_publisher/qjVSo44Lk1fl/content/comunicato-stampa-26-maggio-2022/10194)

[/asset_publisher/qjVSo44Lk1fl/content/comunicato-stampa-26-maggio-2022/10194](https://www.consob.it/web/area-pubblica/dettaglio-news/-/asset_publisher/qjVSo44Lk1fl/content/comunicato-stampa-26-maggio-2022/10194)

CONSOB, *L'offerta di investimenti finanziari: prodotti atipici e beni diversi*,

<https://www.consob.it/web/area-pubblica/scheda-3>

CONSOB, *Le criptovalute: che cosa sono e quali rischi si corrono*,

<https://www.consob.it/web/investor-education/criptovalute>

CONSOB, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*, 2019,

https://www.consob.it/documents/46180/46181/doc_disc_20190319.pdf/12117302-78b0-4e6e-80c4-d3af7db0fdae

CONSOB, *Rapporto Finale – Le offerte iniziale e gli scambi di cripto-attività*, 2020,

https://www.consob.it/documents/46180/46181/ICOs_rapp_fin_20200102.pdf/70466207-edb2-4b0f-ac35-dd8449a4baf1

EBA, ESMA, EIOPA, *EU financial regulators warn consumers on the risks of crypto-assets*, 2022,
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esa_2022_15_joint_esas_warning_on_crypto-assets.pdf

EBA, ESMA, EIOPA, *Warning consumers on the risk of Virtual Currencies*, 2018,
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-1284_joint_esas_warning_on_virtual_currenciesl.pdf

EBA, *Glossary*,
<https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2270404/72036f35-beac-4d44-acf1-2875c12b709e/Glossary%20for%20Financial%20Innovation.pdf?retry=1>

FINMA, *Guida pratica sulle ICOs*, 2018, <https://www.finma.ch/it/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung>
https://www.consob.it/documents/46180/46181/cs_20210428.pdf/ca5fec2f-36fb-4677-8292-e40bb0d7a597

Lim Byungkwon, *European Commission Introduces Sandbox for DLT-Based Trading and Post-Trading Market Infrastructures*, Debevoise & Plimpton,
<https://www.debevoise.com/insights/publications/2020/11/european-commission-introduces-sandbox-for>, 2020

Mazzonetto Simone, *Criptovalute: normativa internazionale a confronto*, Risk & Compliance Italia, 2019, <https://www.riskcompliance.it/news/criptovalute-normativa-internazionale-a-confronto/>

PWC, *Digital Operational Resilience Act*,
<https://www.pwc.com/it/it/services/consulting/digital-operational-resilience.html>

Per dati quantitativi su crypto-assets: <https://coinmarketcap.com>