



La disciplina del mercato delle crypto-attività nella proposta di regolamento dell'Unione europea

DI GIUSEPPINA PIZZOLANTE*

Sommario: 1. Considerazioni introduttive. – 2. Lo sviluppo ordinato di un mercato transfrontaliero per le crypto-attività. – 3. L'adozione di un metodo sostanziale ai fini della qualificazione di crypto-attività come strumento finanziario. – 4. L'approccio progressivo della proposta di regolamento rispetto a crypto-attività, stablecoin e Global Stablecoin. – 5. Le nozioni di token collegati ad attività e di token di moneta elettronica. – 6. Le regole applicabili agli emittenti di stablecoin di moneta elettronica e di stablecoin collegati ad attività. – 7. La disciplina applicabile ai token riferiti ad attività e ai token di moneta elettronica "significativi" ovvero alle Global Stablecoin. – 8. Le crypto-attività "diverse" dai token collegati ad attività o dai token di moneta elettronica. – 9. L'autorizzazione rispetto ai fornitori di servizi per le crypto-attività. – 10. La definizione di un quadro normativo per i servizi di crypto-attività. – 11. L'impatto dei nuovi requisiti sull'attività delle imprese e sulla qualità del sistema finanziario. – 12. La configurazione di un modello operativo solido e competitivo. – 13. Osservazioni conclusive..

1. Considerazioni introduttive.

Il 24 settembre 2020, nel quadro dell'ampio pacchetto di strategia di finanza digitale, la Commissione europea ha pubblicato la proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle crypto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 (MiCA)¹. Si tratta della prima iniziativa legislativa al livello europeo che, introducendo un

* Ricercatore confermato di Diritto internazionale presso l'Università degli studi di Bari Aldo Moro.

¹ 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, COM(2020) 593 *final*. La Commissione per gli affari economici e monetari del Parlamento europeo ha approvato, il 14 marzo 2022, il progetto di risoluzione legislativa. Il 15 ottobre 2020 la Commissione per gli affari economici e monetari del Parlamento ha nominato Stefan Berger in qualità di relatore. Così, il 23 marzo 2022, è stata annunciata in seduta plenaria la decisione della Commissione di avviare negoziati interistituzionali. Il Consiglio UE ha adottato la sua posizione sulla proposta il 24 novembre 2021, Progetto di risoluzione legislativa del Parlamento europeo sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle crypto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937

quadro armonizzato e completo per l'emissione, l'applicazione e la fornitura di servizi di cripto-attività, traccia un mercato dai confini etici e sicuri in grado di realizzare, tra i fornitori di servizi finanziari, l'innovazione e la concorrenza responsabili.

Più in generale, il pacchetto si occupa di strategia di finanza digitale e di pagamento al dettaglio. La prima include quattro proposte legislative, tra cui MiCA², laddove la strategia per i pagamenti al dettaglio definisce una serie di misure specifiche per i pagamenti che, considerando il ritmo e la portata del cambiamento tecnologico del settore, vanno oltre l'ambito orizzontale della strategia di finanza digitale.

Invero la proposta di regolamento sui mercati delle cripto-attività è destinata ad avere importanti e duraturi effetti sul sistema finanziario globale poiché intende fornire certezza di regole alle imprese che offrono servizi di finanza di questo tipo nello spazio giuridico europeo. L'impulso a promuovere la finanza digitale è stato espresso anche in altri ambiti. In particolare, il 2 ottobre 2020, la Banca centrale europea ha pubblicato un rapporto completo, approvato dal Consiglio direttivo, sulla possibile emissione di un euro digitale della Banca centrale (CBDC, Central Bank Digital Currency)³ e, sebbene il Consiglio direttivo non abbia ancora deciso di introdurre una valuta siffatta, secondo il suo Presidente, la BCE, in caso di necessità, dovrebbe essere pronta ad emetterla.

Come è noto, le criptovalute sono risorse digitali che dipendono dalla crittografia e dalla tecnologia di registro distribuito DLT. Tale tecnologia, ed in particolare la blockchain, ha il potenziale di rivoluzionare il modo in cui le attività finanziarie sono emesse, accessibili e condivise tramite reti digitali⁴. Ad esempio, le offerte iniziali di monete (ICO, Initial Coin

(COM(2020)0593 – C9-0306/2020 – 2020/0265(COD)). La presidenza del Consiglio e il Parlamento europeo hanno raggiunto un accordo provvisorio in merito alla proposta di regolamento il 30 giugno 2022. Si veda F. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, in *Diritto Bancario*, 16 ottobre 2020, reperibile *online* al sito www.dirittobancario.it; D.A. ZETSCHE, F. ANNUNZIATA, D.W. ARNER, R.P. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets regulation (MiCA) and the EU digital finance strategy*, in *Capital Markets Law Journal*, 2021, 16, 2 p. 203 ss.; E. SIRACUSA, G. ZACCARONI, *Regulation of Crypto Assets in the EU and in the rest of the World: a Pluri-Focal Approach*, in *Il Diritto dell'Unione Europea*, 2021, p. 583 ss.

² Oltre alla proposta di regolamento MiCA, sono da richiamare il regolamento (UE) 2022/858 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 maggio 2022 relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito e che modifica i regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 e la direttiva 2014/65/UE, in *GUUE* L 151, 2 giugno 2022, p. 1 ss.; la proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sulla resilienza operativa digitale per il settore finanziario e che modifica i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 (proposta DORA); la proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2006/43/CE, 2009/65/CE, 2009/138/UE, 2011/61/UE, UE/2013/36, 2014/65/UE, (UE) 2015/2366 e UE/2016/2341 (Proposta di modifica).

³ BCE, *Report on a digital euro*, October 2020, reperibile *online* al sito www.ecb.europa.eu. Il documento esamina l'emissione di una valuta digitale di banca centrale, l'euro digitale, dalla prospettiva dell'eurozona. L'euro digitale può essere inteso come moneta di banca centrale in forma digitale che cittadini e imprese utilizzerebbero per i pagamenti al dettaglio.

Informazioni dettagliate sono reperibili *online* al sito www.ecb.europa.eu/paym/digital_euro/html/index.en.html. Rispetto all'impatto sul sistema monetario e finanziario, cfr. AA.VV., *Central Bank Digital Currency and bank intermediation. Exploring Different Approaches for Assessing the Effects of a Digital Euro on Euro Area Banks*, in *ECB Occasional Paper Series*, May 2022, n. 293; F. PANETTA, *The Present and Future of Money in the Digital Age*, 10 dicembre 2021, reperibile *online* al sito www.bis.org/review/r211213h.pdf.

⁴ La blockchain è una forma di registro distribuito in cui i dettagli delle transazioni sono conservati nel registro sotto forma di blocchi di informazioni. Un blocco di nuove informazioni è allegato alla catena di blocchi preesistenti tramite un processo computerizzato mediante il quale le transazioni vengono convalidate. È una tecnologia che si è rivelata eccellente nella conservazione di database di grandi dimensioni permettendo allo stesso tempo un accesso diffuso e la prevenzione di attacchi dannosi.

Offering)⁵, che consentono, tra l'altro, una più inclusiva e meno onerosa modalità di finanziamento alle piccole e medie imprese, sono applicazioni recenti di blockchain per la finanza. Esse richiedono una regolamentazione specifica in grado di tutelare gli investitori senza eliminarne gli indubbi vantaggi. Allo stesso tempo, strumenti quali le offerte di token di sicurezza, pur qualificandosi come strumenti finanziari ai sensi della direttiva MiFID II⁶, hanno determinato l'esigenza, da parte degli investitori istituzionali, di una maggiore chiarezza giuridica.

Alla luce di quest'ultima considerazione, la proposta MiCA, come vedremo in modo più approfondito nello svolgimento dello scritto, distingue tra le criptovalute che sono già disciplinate dalla legislazione UE e quelle che non rientrano nel campo di applicazione di essa. Per le prime, sebbene restino regolamentate dalla legislazione previgente, è applicabile il già citato regolamento relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato che intendono negoziare e regolare transazioni finanziarie in forma di cripto-attività. Il regime "pilota", occupandosi in particolare delle startup digitali altamente innovative, realizza un ambiente controllato con deroghe temporanee per permettere frattanto alle autorità di regolamentazione di acquisire esperienza sull'uso della tecnologia.

Il regolamento MiCA, dunque, si propone di disciplinare cripto-attività che non rientrano nella previgente disciplina ed in particolare nell'ambito di applicazione delle direttive mercati finanziari e moneta elettronica, superando la frammentazione della regolamentazione nazionale che crea problemi per emittenti, fornitori di servizi e investitori. Invero, oltre a superare la frammentazione, esso mira a tutelare gli investitori, a prevenire il riciclaggio e nello stesso tempo a potenziare questo mercato ponendo regole che garantiscano la qualità e che tuttavia non rappresentino un ostacolo eccessivo.

Nel seguito dello scritto valuteremo se gli obiettivi indicati siano stati raggiunti considerando dapprima le norme qualificatore delle cripto-attività oggetto del regolamento che definiscono i confini con i servizi finanziari e con la moneta elettronica, approfondendo in seguito la disciplina dei requisiti e delle autorizzazioni per gli emittenti e illustrando infine quella sulla licenza e sui requisiti per i fornitori di servizi. La finalità è di accertare se il regolamento riesce a coniugare sviluppo del mercato, tutela consumatori, garanzie di emittenti e fornitori con l'esigenza di uno sviluppo di questi mercati.

2. Lo sviluppo ordinato di un mercato transfrontaliero per le cripto-attività.

⁵ Financial Conduct Authority (FCA), *Initial Coin Offerings*, September 2017, reperibile *online* al sito www.fca.org.uk. Le Initial Coin Offer (ICO), rappresentano una modalità di raccolta di fondi dal pubblico per il tramite delle valute virtuali. Le ICO sono anche conosciute come "vendita di monete virtuali" o "vendita di token". Gli emittenti ICO accettano una criptovaluta in cambio di una moneta virtuale proprietaria o di token correlati all'emittente stesso ovvero ad uno specifico progetto. Si veda, al riguardo, D.A. ZETZSCHE, R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, L. FÖHR, *The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators*, in *Harvard International Law Journal*, 2019, 60, 2, p. 267 ss.; P. MAUME, M. FROMBERGER, *Regulations of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws*, in *Chicago Journal of International Law*, 2019, 19, 2, p. 548 ss.

⁶ Direttiva 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, in *GUUE* L 173, 12 giugno 2014, p. 349 ss. Qualora sia presente il criterio di negoziabilità, gli strumenti finanziari derivati tokenizzati possono avere caratteristiche equivalenti a valori mobiliari e quindi rappresentare security token.

Il mercato delle criptovalute rappresenta oramai una realtà intrinsecamente globale con caratteristiche che ricordano sempre più i mercati finanziari tradizionali. La continua popolarità delle criptovalute, anche tra i piccoli investitori, le caratteristiche in evoluzione e le crescenti interconnessioni con il sistema finanziario tradizionale sono fonte di preoccupazione per le autorità di regolamentazione poiché, negli Stati membri, i rischi di uno sviluppo incontrollato delle valute virtuali sono significativi sia dal punto di vista macroeconomico sia da quello microeconomico, in quanto interessano, per un verso, la stabilità finanziaria e la politica monetaria, per un altro verso, consumatori e investitori⁷.

L'inserimento, in particolare, delle criptovalute negli asset dei fondi di investimento e la loro diffusione nei risparmi dei piccoli investitori, può riverberarsi sulla stabilità della finanza globale. D'altro canto, l'ingresso di alcune cripto-attività nella sfera dei sistemi di pagamento mette in discussione i confini dell'attuazione della politica monetaria e del corretto funzionamento dei sistemi di pagamento⁸. Tutte le criptovalute sono controllate da soggetti privati, quindi la questione dell'impatto sul sistema monetario diventa molto importante atteso che decisioni private autonome in merito all'offerta di moneta possono diminuire la capacità delle banche centrali di attuare efficacemente la politica monetaria⁹.

L'emissione di nuovi tipi di token ha altresì determinato un aumento proporzionale dei volumi di scambio sulle nuove piattaforme specializzate che finiscono oramai per competere per dimensioni con alcuni dei mercati tradizionali sebbene le piattaforme di trading presenti nei mercati delle criptovalute operino al di fuori di qualsiasi supervisione normativa. Rispetto ai titoli tradizionali, come azioni o obbligazioni, molte criptovalute non hanno valore tangibile e non conferiscono ai detentori diritti futuri o diritti sui beni aziendali in caso di liquidazione. Di conseguenza, esse sono altamente speculative, dipendendo esclusivamente il loro valore dalle dinamiche della domanda e dell'offerta.

Le stablecoin, d'altro canto, fissando i loro prezzi a un valore sottostante e superando dunque la questione della volatilità, si sono evolute, nel mercato, in un modello molto discusso. Esse hanno ricevuto grande consenso essendo adatte, ad esempio attraverso la detenzione diretta di titoli tradizionali, a memorizzare digitalmente il relativo valore senza la necessità di una conversione in moneta legale.

Un ciclo di crescita, così variegato e volatile, in mancanza di pertinenti disposizioni normative, prospetta rischi che potrebbero in futuro diventare rilevanti per la stabilità finanziaria. Le turbolenze nel mercato delle criptovalute, che sino ad oggi possono essere attribuite alla struttura del mercato e alla tecnologia sottostanti, non si sono estese ai mercati finanziari tradizionali e all'economia reale ma la capacità di intaccare questi ultimi richiede, ad ogni modo, una risposta normativa adeguata.

⁷ In questi termini, P. CIPOLLONE, *Crypto-assets e questioni legate alla digitalizzazione della finanza*, 21 ottobre 2022, reperibile *online* al sito www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2022/Cipollone_crypto_assets_21102022.pdf.

⁸ In generale sulla stabilità finanziaria e sul mercato interno, cfr. M. AGLIETTA, J. CARTELIE, *Ordre monétaire des économies de marché*, in M. AGLIETTA, A. ORLÉAN (dir.), *La Monnaie souveraine*, Paris, 1998, p. 129 ss.

⁹ In argomento, M. FAMA, A. FUMAGALLI, S. LUCARELLI, *Cryptocurrencies, Monetary Policy, and New Forms of Monetary Sovereignty*, in *International Journal of Political Economy*, 2019, 48, p. 174 ss.; N. TOMIĆ, V. TODOROVIĆ, B. ČAKAJAC, *The Potential Effects of Cryptocurrencies on Monetary Policy*, in *The European Journal of Applied Economics*, 2020, p. 37 ss.

Nel piano d'azione *fintech*, adottato nel marzo 2018¹⁰, la Commissione ha demandato all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) e all'Autorità bancaria europea (ABE) di valutare l'idoneità e l'applicabilità della legislazione europea alle criptovalute e alle ICO¹¹. Nell'aprile 2019, la Commissione ha così avviato due piani di lavoro. Per le criptovalute già rientranti nel quadro normativo esistente, i servizi della Commissione hanno il compito di esaminare la capacità della legislazione europea di realizzare gli obiettivi previsti¹² valutandosi l'opportunità di modifiche specifiche per consentire l'uso della DTL. Atteso che i mercati finanziari sono transfrontalieri per natura, la legislazione applicabile all'emissione, alla negoziazione, alla compensazione ed alla regolamentazione di strumenti finanziari è in gran parte armonizzata a livello UE (regolamento sul prospetto¹³, direttiva MiFID II, regolamento sui depositari centrali di titoli¹⁴), prevedendosi per gli Stati membri una flessibilità limitata esclusivamente ad adattare il proprio quadro giuridico a quello dello sviluppo tecnologico, poiché qualsiasi estensione rispetto ad un "normale" adattamento, potendo realizzare disparità in termini di protezione degli investitori, integrità e concorrenza nel mercato unico, necessita di un intervento comune¹⁵.

Nelle ipotesi delle criptovalute che non rientrano nel campo di applicazione del regolamento proposto, regimi nazionali, volti a disciplinare la fornitura transfrontaliera di servizi di criptovalute, a causa dei diversi approcci, possono compromettere la parità di condizioni nel mercato¹⁶, poiché alcuni rischi verrebbero attutiti negli Stati membri che introducessero un regime specifico per cripto-attività, consumatori, investitori e operatori di mercato, laddove, in altri Stati membri, questi ultimi potrebbero risultare esposti ai rischi più significativi in termini, ad esempio, di frodi, attacchi informatici, manipolazione del mercato.

¹⁰ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo, 8 marzo 2018, COM(2018) 109 *final*.

¹¹ È stato riscontrato che la maggior parte delle cripto-attività non rientra nel campo di applicazione della legislazione sui servizi finanziari dell'UE così, di conseguenza, la Commissione ha iniziato a lavorare su una nuova proposta normativa in tema di cripto-attività che, nell'ambito del pacchetto di finanza digitale, è divenuta la proposta MiCA.

¹² Sebbene gli strumenti finanziari tokenizzati offrano diritti equivalenti agli strumenti finanziari tradizionali emergono, soprattutto nei processi post-negoziazione, complicazioni tecniche. D'altro canto, nella legislazione esistente esistono disposizioni che possono precludere l'applicazione di esse ad alcune tecnologie come la DTL. Inoltre, appare difficile che il quadro attuale possa gestire i rischi operativi inerenti alle nuove tecnologie come nel caso di un sistema distribuito con più punti di accesso.

¹³ Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE, in *GUUE* L 168, 30 giugno 2017, p. 12 ss.

¹⁴ Regolamento (UE) n. 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 luglio 2014, relativo al miglioramento del regolamento titoli nell'Unione europea e ai depositari centrali di titoli e recante modifica delle direttive 98/26/CE e 2014/65/UE e del regolamento (UE) n. 236/2012, in *GUUE* L 257, 28 agosto 2014, p. 1 ss.

¹⁵ Data la natura transfrontaliera del mercato delle criptovalute, non può essere sottovalutata l'importanza delle organizzazioni come Financial Stability Board (FSB) e International Organization of Securities Commissions (IOSCO), per la definizione di standard globali. Sebbene FSB si concentri principalmente sulla stabilità finanziaria e IOSCO sulla definizione di standard globali per i mercati dei titoli negoziabili, entrambe le organizzazioni, condividendo informazioni con le diverse autorità di vigilanza, promuovono la convergenza normativa attorno a un insieme comune di principi.

¹⁶ Cfr. in Francia la legge PACTE e il regime introdotto per le offerte iniziali di monete e il servizio di risorse digitali, loi n. 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, Pacte, in *JORF*, 23 mai 2019, n. 119.

La definizione di un mercato unico digitale presuppone, d'altro canto, la riduzione del rischio con riguardo alla interrelazione e alla stabilità dei sistemi finanziari, rischio determinato, come si è detto sopra, dalla creazione di piattaforme destinate alla erogazione di servizi finanziari. Assumendo così per acquisito che le cripto-attività rappresentano una delle più importanti applicazioni della blockchain nel mondo finanziario, lo scopo dell'azione europea è quello di definire un quadro normativo in cui possa svilupparsi per esse un mercato transfrontaliero e difatti il Trattato sul funzionamento dell'Unione europea conferisce a quest'ultima la competenza a stabilire opportune disposizioni aventi per oggetto l'istituzione e il funzionamento del mercato interno (art. 114 TFUE). La proposta rientra in particolare negli sviluppi più generali relativi al mercato interno, fornendo, nel quadro della realtà digitale, condizioni operative uniformi. Le cripto-attività, oltre a rappresentare investimenti speculativi ad alto rischio, costituiscono anche una minaccia per la stabilità finanziaria ed in questo senso vanno ricondotte all'interno di un perimetro di disciplina conforme agli standard prevalenti nel sistema finanziario. Esse occupano un mercato che non rientra in questo perimetro e quindi, allo stato attuale, sfuggono ad ogni controllo e ad ogni analisi fondata sui dati disponibili per i mercati finanziari tradizionali.

In base all'art. 1, la proposta della Commissione stabilisce norme uniformi in relazione agli obblighi di trasparenza e informativa per l'emissione, l'offerta e l'ammissione alla negoziazione di cripto-attività su una piattaforma di negoziazione; all'autorizzazione e alla vigilanza dei fornitori di servizi per le cripto-attività, degli emittenti e degli offerenti di token collegati ad attività e di moneta elettronica; alla gestione, all'organizzazione e alla *governance* degli emittenti e degli offerenti di token collegati ad attività e di moneta elettronica e dei fornitori di servizi per le cripto-attività; alle norme a tutela dei consumatori; alle misure per prevenire gli abusi di mercato e per garantire l'integrità dei mercati delle cripto-attività e, a seguito degli emendamenti proposti dal Parlamento europeo, alle misure volte ad evitare l'uso improprio delle cripto-attività a fini illeciti per proteggere il mercato interno dai rischi connessi al riciclaggio, al finanziamento del terrorismo e ad altre attività criminali.

L'ondata di interesse pubblico per gli investimenti in criptovalute ha determinato che l'Unione si facesse carico dei pericoli che gli asset virtuali non regolamentati rappresentano per investitori e mercati e, fra questi, in particolare, i rischi di riciclaggio di denaro e di finanziamento del terrorismo. La proposta MiCA naturalmente non rievoca le disposizioni antiriciclaggio contenute nelle norme sul trasferimento di fondi¹⁷ per le quali ultime, il 29 giugno 2022, il Consiglio dell'Unione europea e il Parlamento europeo hanno raggiunto un accordo provvisorio sulla proposta volta ad estenderne l'ambito di applicazione ai trasferimenti di criptovalute¹⁸. Cionondimeno, essa prevede, come vedremo¹⁹, l'istituzione di un registro pubblico dei fornitori di servizi per le cripto-attività non conformi. Inoltre l'art. 61 *bis*, par. 3 della proposta, ai fini della conoscenza del cliente, stabilisce che i fornitori di servizi per le cripto-attività non operino con soggetti di Paesi terzi inseriti nell'elenco di quelli ad alto rischio

¹⁷ Regolamento (UE) 2015/847 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2015, riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e che abroga il regolamento (CE) n. 1781/2006, in *GUUE* L 141, 5 giugno 2015, p. 1 ss.

¹⁸ Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e determinate cripto-attività (rifusione), 22 luglio 2021, COM(2021) 422 *final*.

¹⁹ V. *infra* par. 9.

con carenze strategiche nei rispettivi regimi nazionali di lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo, conformemente all'art. 9 della direttiva 2015/849 o in un Paese terzo inserito negli allegati I o II dell'elenco UE contenente le giurisdizioni non cooperative a fini fiscali.

La proposta invero è stata concepita per armonizzare la legislazione europea con le 40 raccomandazioni della Financial Action Task Force (FATF), allineandone la terminologia e l'ambito di applicazione e il considerando 8 sintetizza questo obiettivo generale nel momento in cui chiarisce che qualsiasi definizione di "cripto-attività" dovrebbe corrispondere alla definizione di "attività virtuale"²⁰ contenuta nelle raccomandazioni del FATF e che ciascun elenco di servizi per le cripto-attività dovrebbe comprendere anche i servizi relativi alle attività virtuali che potrebbero sollevare preoccupazioni in materia di riciclaggio di denaro.

3. L'adozione di un metodo sostanziale ai fini della qualificazione di cripto-attività come strumento finanziario.

La proposta MiCA, espandendo significativamente il perimetro normativo europeo, riverbera i principali effetti rispetto alle società che desiderano gestire o promuovere un progetto di cripto-attività o fornire servizi nell'UE vista l'impossibilità per le stesse società di beneficiare dei vantaggi del mercato interno a causa sia della mancanza di certezza giuridica, sia dell'assenza di un regime di vigilanza specifico al livello europeo. D'altro canto, le società che si occupano di criptovalute non possono trasferire le rispettive licenze nazionali in tutto il mercato europeo a differenza di quanto accade per i servizi finanziari tradizionali.

Inoltre, nella maggior parte degli Stati membri, i fornitori di servizi di criptovalute (CASP, Crypto-Asset Service Provider) operano nell'ambito di quadri normativi su misura che finiscono per comprimere lo sviluppo di queste attività, impedendosi, a causa dei costi elevati e della complessità giuridica, che le operazioni si svolgano al livello dell'intero spazio europeo. In ultima analisi, un panorama così ineguale influisce sull'efficienza del mercato interno finendo col favorire i fornitori di servizi di cripto-attività extra UE, circostanza che non rappresenterebbe un problema solo qualora le società extra UE agissero in modo responsabile in quanto sottoposte – conformemente al principio "stessa attività, stesso rischio, stessa regolamentazione"²¹ – a pertinente vigilanza²².

Riprendendo il considerando 2 *bis*, a prescindere dalle definizioni che esplicheremo meglio nel seguito, possiamo intendere per cripto-attività un'attività che si basa essenzialmente sulla crittografia e sulla DLT quale componente del suo valore, che non è emessa né garantita da una banca centrale o da un'autorità pubblica e che può essere utilizzata come mezzo di scambio o a fini di investimento. Le criptovalute che non rientrano nel campo di applicazione del regolamento proposto sui mercati includono, in forza dell'art. 2, par. 2, gli strumenti finanziari, definiti all'art. 4, par. 1, punto 15 della direttiva 2014/65/UE; la moneta elettronica, definita all'art. 2, punto 2 della direttiva 2009/110/CE, tranne quando si qualifica come token di moneta elettronica per le esigenze del regolamento sui mercati; i depositi, definiti all'art. 2,

²⁰ Si veda anche *infra* par. 9.

²¹ Il principio è richiamato dalla Commissione nella Strategia in materia di finanza digitale per l'UE ed anche nel considerando 10 del regolamento "pilota".

²² La mancanza di un quadro normativo organico è ben chiarita da N. RUCCIA, *Le criptovalute nell'UEM: da monete private non regolamentate a potenziale valuta*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2020, p. 633 ss.

par. 1, punto 3 della direttiva 2014/49/UE del Parlamento europeo e del Consiglio; i depositi strutturati, definiti all'art. 4, par. 1, punto 43 della direttiva 2014/65/UE; la cartolarizzazione, definita all'art. 2, punto 1 del regolamento 2017/2402/UE.

Nell'art. 2, ma anche nei considerando 3 e 6, la proposta MiCA ribadisce dunque quanto premesso nel precedente paragrafo, ovvero che le cripto-attività che si qualificano come strumenti finanziari sono disciplinate dalla direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID II) e che le cripto-attività che costituiscono moneta elettronica rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva sulla moneta elettronica (EMD2) e della seconda direttiva sui servizi di pagamento (PSD2)²³. Tuttavia, nella misura in cui le imprese, autorizzate in base ad altre direttive UE, dovessero emettere cripto-attività, sono tenute a rispettare gli obblighi ulteriori ai sensi del regolamento MiCA.

A tale scopo il considerando 6 ha cura di precisare che i confini tra l'ambito di applicazione del regolamento MiCA e la legislazione finanziaria esistente deve basarsi sul richiamato principio "stessa attività, stessi rischi, stesse norme" servendosi di un approccio tecnologicamente neutrale mentre il considerando 9 sottolinea l'importanza di assumere un metodo obiettivo per definire se un token è uno strumento non finanziario, quindi sottoposto al regolamento MiCA, o finanziario, quindi sottoposto ad altre disposizioni legislative UE applicabili ai mercati e agli strumenti finanziari. Così, le cripto-attività aventi caratteristiche uguali o semplicemente molto simili a quelle degli strumenti finanziari dovrebbero essere soggette alla legislazione sui servizi finanziari e non alla proposta MiCA, al fine di essere disciplinate in modo equivalente agli strumenti finanziari, nella misura in cui conferiscono diritti di partecipazione agli utili o diritti di *governance*, oppure diritti sui futuri flussi finanziari. Le condizioni per capire se le cripto-attività vadano disciplinate dalla proposta o escluse dal suo ambito di applicazione, andranno in seguito precisate dall'ESMA e dalla Commissione adoperandosi un metodo che faccia prevalere la sostanza sulla forma, ossia sulla tecnologia adoperata per emetterle²⁴.

4. L'approccio progressivo della proposta di regolamento rispetto a cripto-attività, stablecoin e Global Stablecoin.

La proposta MiCA introduce, nell'art. 3, diverse definizioni relative alle criptovalute. Innanzitutto, la macrocategoria cripto-attività comprende una rappresentazione digitale di un valore o di un diritto che impiega la crittografia a scopo di sicurezza e si presenta sotto forma di moneta, di token o di qualsiasi altro supporto digitale e che può essere trasferito e memorizzato elettronicamente utilizzando la tecnologia di registro distribuito o una tecnologia analoga.

Tra le categorie di cripto-attività, il regolamento proposto ricomprende: gli *utility token*, emessi, a fini diversi da mezzo di pagamento o di scambio di beni o servizi, per fornire digitalmente l'accesso a un'applicazione, a servizi o a risorse disponibili sulle reti DLT; i token collegati ad attività (ART, Asset-Referenced Token), con funzione di memorizzazione del valore e mezzo di scambio, che, non essendo token di moneta elettronica, mirano a mantenere

²³ 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, in *GUUE* L 337, 23 dicembre 2015, p. 35 ss.

²⁴ V. *infra* par. 13.

un valore stabile “facendo riferimento a qualsiasi altro valore o diritto o combinazione dei due, incluse una o più monete ufficiali di un Paese” (stablecoin); i token di moneta elettronica (EMT, e-Money Token) ovvero un tipo di cripto-attività il cui scopo principale è quello di essere utilizzato come mezzo di pagamento e che mira a mantenere un valore stabile di una moneta mediante la gestione di un portafoglio che garantisca che il token mantenga il valore di una moneta fiduciaria avente corso legale (stablecoin).

I token di moneta elettronica che mantengono il valore di una moneta fiduciaria dell’Unione sono considerati “moneta elettronica” quale definita all’art. 2, punto 2, della direttiva 2009/110/CE. La funzione degli EMT è molto simile a quella della moneta elettronica, come qualificata nella direttiva testé citata, infatti gli EMT, al pari di questa moneta, sono rappresentazioni elettroniche di denaro e vengono utilizzati per effettuare pagamenti, ma quale elemento di distinzione vi è la DLT o una tecnologia simile utilizzata dall’emittente. Sono escluse invece dall’applicazione della proposta in esame le cripto-attività uniche e non fungibili (NFT, Non Fungible Tokens), quali le opere della *digital art*.

Tra le cripto-attività, dunque, la proposta ricomprende i token di moneta elettronica che tendono ad essere utilizzati come mezzo di scambio e mantengono la stabilità grazie al valore di una moneta legale; i token con riferimento ad attività che cercano di mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di diverse valute legali che hanno corso legale, ad altri valori o ad una combinazione di essi; le cripto-attività, di cui non fanno parte i token di moneta elettronica e i token riferiti ad attività che sono una rappresentazione digitale di valori o diritti.

Mentre quindi i token collegati alle attività si riferiscono a qualsiasi valore che non sia moneta elettronica, a un diritto o a una combinazione dei due, incluse una o più monete ufficiali di un Paese, i token di moneta elettronica si riferiscono a una sola valuta fiat. Qualora l’Autorità bancaria europea (ABE), sulla base di requisiti specifici, dovesse considerare uno stablecoin “significativo” (GSC, Global Stablecoin), si prevede una disciplina “su misura” che include, tra l’altro, requisiti più stringenti in materia di *governance*, conflitti di interesse, attività di riserva, custodia, investimenti e in tema di prospetto o, per usare la terminologia MiCA, di *white paper*²⁵.

Tuttavia, se la proposta si occupa di definire i token collegati ad attività e i token di moneta elettronica, qualifica solo in negativo, rispetto alle prime due categorie, le cripto-attività generali ovvero i token non collegati ad attività fra cui rientrano anche i token di utilità che perseguono finalità non finanziarie legate al funzionamento di una piattaforma digitale e di servizi digitali²⁶. Tali token di utilità possono concedere l’accesso o i diritti per utilizzare i beni o i servizi di un’azienda. Rientrano nell’ambito di applicazione del regolamento MiCA quei token di utilità che non ricadono nella MiFID II come strumenti finanziari. In forza dell’art. 2, par. 2 della proposta, se il token è inquadrabile in categorie già contemplate dalla normativa finanziaria europea e dunque sia uno strumento finanziario o equivalente ad esso, in forza dell’art. 2, par. 2 *bis*, non rientrerà nell’ambito di applicazione del regolamento. Qualora il token non sia *equivalente* a uno strumento finanziario o sia *equivalente* a uno strumento finanziario, ma non sia *negoziabile*, rientrerà nell’ambito di applicazione della proposta MiCA e sarà considerato dalla stessa proposta, secondo un procedimento logico inverso, come un token di

²⁵ Sul punto, N. RUCCIA, *op. cit.*, *passim*.

²⁶ La proposta MiCA definisce i token di utilità, all’art. 3, par. 1, punto 5. Un token di utilità necessita di particolare attenzione con riguardo ai requisiti di informativa comportando il rischio che il bene o il servizio proposto possa non essere mai fornito.

utilità. Una preoccupazione riguardo a queste questioni è stata avanzata dall'ESMA in un parere reso alla Commissione nel gennaio 2019²⁷, in particolare con riferimento alla nozione di negoziabilità e a quella di equivalenza, che peraltro può variare a seconda delle diverse legislazioni nazionali.

Utilizzando un modello di classificazione più specifico, la proposta MiCA fa leva sulla distinzione tra token di investimento che sono sottoposti alla normativa generale dell'UE sugli strumenti finanziari, token di pagamento, disciplinati dai titoli III e IV della proposta e utility token, disciplinati dal titolo II della stessa proposta.

Inoltre, volendo procedere nella direzione dell'approccio progressivo propugnato, abbiamo criptovalute che rappresentano o sono equivalenti a strumenti di pagamento e moneta elettronica. Se supportati da altri tipi di attività, questi token, al pari delle monete stabili, sono definiti token collegati ad attività, altrimenti come token di moneta elettronica. Nell'ambito di queste poi è possibile individuare una gerarchia che vede al vertice le Global Stablecoin e successivamente le stablecoin semplici.

Nell'ultimo posto della ricostruita gerarchia, la proposta definisce regole per i token di pagamento che non fanno riferimento ad alcuna attività e per tutte le cripto-attività che non rientrano nell'ambito di applicazione della legislazione UE sui mercati finanziari. In particolare, ad esse è dedicato il titolo II, che pur avendo carattere generale, potremmo ritenere avere un valore residuale nel senso che si applica a tutte le cripto-attività che non appartengono alle categorie precedentemente individuate essendo sostanzialmente applicabile ai token di utilità e agli altri strumenti non finanziari.

5. Le nozioni di token collegati ad attività e di token di moneta elettronica.

Come abbiamo appena illustrato, i token con riferimento ad attività ed i token di moneta elettronica, ovvero i cosiddetti stablecoin, trovano collocazione nei titoli III e IV della proposta di regolamento MiCA. Sebbene il mercato delle criptovalute sia ancora relativamente "modesto", la disciplina di questi token è condizionata dalla preoccupazione del legislatore europeo verso le stablecoin globali che potrebbero turbare la stabilità finanziaria dei mercati europei²⁸.

A tale proposito, occorre sottolineare come gli emendamenti apportati dal Parlamento europeo abbiano previsto, nell'art. 20, par. 1, una nuova lett. *g quater*), secondo cui le autorità competenti revocano l'autorizzazione degli emittenti di token collegati ad attività quando la BCE o le banche centrali nazionali del SECB, nell'ambito della loro esclusiva competenza, emettano un parere negativo affermando che i token collegati ad attività costituiscono una grave minaccia per la politica monetaria o la sovranità monetaria e per il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento. Come pure l'art. 19, par. 2 dispone che venga rifiutata l'autorizzazione all'emittente degli stessi tipi di token quando (nuova lett. *c ter*), tra l'altro, la BCE o le banche centrali nazionali del SEBC esprimano un parere negativo nell'ambito della loro esclusiva competenza per la conduzione della politica monetaria e la promozione del regolare funzionamento dei sistemi di pagamento di cui all'art. 18, par. 4 della proposta. Invece l'art. 43,

²⁷ ESMA, *Advice. Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 9 January 2019, reperibile *online* al sito www.esma.europa.eu.

²⁸ Cfr. D. ARNER, R. AUER, J. FROST, *Stablecoins: Risks, Potential and Regulation*, in *BIS Working Papers*, 2020, n. 905, reperibile *online* al sito www.bis.org/publ/work905.pdf.

par. 1 *bis*, dispone che la BCE non autorizza token di moneta elettronica se non è in grado di escludere che il modello di business, il volume di mercato previsto o altre circostanze pregiudizievoli collegate ad un token di questo tipo possano rappresentare una minaccia per la stabilità finanziaria o la sovranità monetaria della zona euro.

La proposta non si occupa di definire la nozione di stablecoin pur considerando tali alcune categorie di cripto-attività: i già citati token collegati ad attività e quelli di moneta elettronica, nonché le cosiddette stablecoin algoritmiche che mirano a mantenere un valore stabile attraverso protocolli che prevedono l'aumento o la diminuzione dell'offerta in risposta a variazioni della domanda e che non dovrebbero essere considerati token collegati ad attività, a condizione che non mirino a stabilizzare il proprio valore ancorandosi a una o altre attività. Dunque, sulla base del criterio di classificazione del meccanismo di stabilizzazione, le stablecoin algoritmiche, al pari dei bitcoin, sono cripto-attività prive di un meccanismo di stabilizzazione.

Le definizioni di token collegati ad attività e di moneta elettronica, contenute nella proposta originaria, fornivano entrambe la seguente formulazione: «[...] che intende mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di [...]»²⁹. Il termine “riferimento”, tuttavia, non era in grado di permettere effettivamente una distinzione tra i due tipi di stablecoin, poiché esistono criptovalute, quali il Dai - MakerDAO³⁰ che, pur riferendosi al dollaro statunitense come valuta, non hanno costituito la riserva di attività in dollari. Infatti, i Dai non vengono emessi contro il ricevimento di dollari, ma di altri asset basati su Ethereum quali attività idonee a fungere da garanzia. Dunque, un Dai sarebbe un “token collegato ad attività” e non un “token di moneta elettronica”, sebbene si riferisca al valore di un dollaro statunitense. Invero, gli emendamenti del Parlamento europeo, con riguardo ai token collegati ad attività hanno previsto che il valore stabile sia mantenuto facendo riferimento “a qualsiasi altro valore”.

Tuttavia, il termine “valore” è molto ampio e può estendere in modo abnorme l'ambito della definizione. D'altro canto, il considerando 10 della bozza MiCA suggerisce anche una diversa interpretazione volta a fornire una nozione di token di moneta elettronica “quanto più ampia possibile”³¹ capace di includere tutti i tipi di cripto-attività che indicano, quale valuta di riferimento, un'unica moneta fiat. In alcune parti del considerando, sembra poi che il termine “a garanzia” sia utilizzato come alternativa rispetto a “riferimento” già citato. Su questo punto forse sarebbe opportuno offrire maggiore chiarezza ai fini dell'applicazione del regolamento.

²⁹ Art. 3, par. 1, punto 3 della proposta originaria MICA: «“token collegato ad attività”: 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, oppure di una combinazione di tali attività»; art. 3, par. 1, punto 4: «“token di moneta elettronica”: 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».

³⁰ Cfr. a riguardo, *Il sistema dello stablecoin Dai, Whitepaper*, dicembre 2017, reperibile online al sito makerdao.com/whitepaper/Dai-Whitepaper-Dec17-it.pdf.

³¹ Considerando 10 della proposta MiCA: «[...] Per evitare l'elusione delle norme di cui alla direttiva 2009/110/CE, qualsiasi definizione di “token di moneta elettronica” dovrebbe essere quanto più ampia possibile, in modo tale da includere tutti i tipi di cripto-attività con un'unica moneta fiduciaria avente corso legale quale valuta di riferimento. [...] Poiché i token di moneta elettronica sono anche cripto-attività e possono anche comportare nuove sfide specifiche per le cripto-attività in termini di tutela dei consumatori e integrità del mercato, è opportuno che siano a loro volta soggetti alle norme stabilite nel presente regolamento per far fronte a tali sfide per la tutela dei consumatori e l'integrità del mercato».

Per quanto riguarda i token di moneta elettronica, è importante notare che alcuni di essi potrebbero dover soddisfare i requisiti fissati dal regolamento MiCA e allo stesso tempo dalla direttiva sulla moneta elettronica 2009/110/CE. In sede di revisione delle direttive sui servizi di pagamento PSD2 e sulla moneta elettronica EMD2, si potrebbe pensare di rivedere queste disposizioni in modo olistico, come delineato nella strategia di pagamento al dettaglio³². Inoltre, la definizione di fondi, presente nell'art. 4, par. 25 della PSD2³³, dovrebbe essere estesa per includere anche i token collegati ad attività. Un tale cambiamento garantirebbe ai consumatori di ottenere lo stesso livello di protezione previsto per i token di moneta elettronica e se l'estensione apparisse eccessiva potrebbe risultare sufficiente applicare specifici articoli della direttiva PSD2 ai pagamenti di token collegati ad attività.

6. Le regole applicabili agli emittenti di stablecoin di moneta elettronica e di stablecoin collegati ad attività.

Ai token di moneta elettronica e ai token riferiti ad attività viene riservato un trattamento distinto ai sensi della proposta di regolamento. In particolare, un emittente di token di moneta elettronica deve essere autorizzato come emittente di moneta elettronica ai sensi della direttiva EMD2, mentre un emittente di token con riferimento ad attività deve essere autorizzato ai sensi della proposta MiCA, in base a requisiti leggermente diversi.

La proposta cerca di garantire che i detentori di token di moneta elettronica beneficino delle stesse tutele offerte ai detentori di moneta elettronica "tradizionale" nell'ambito dell'attuale EMD2. Ciò significa che gli emittenti devono fornire ai titolari di token il diritto di riscattare alla pari i propri token e deve essere prevista una protezione grazie ai fondi messi a disposizione dall'emittente. Mentre nella proposta originaria alcun obbligo di questo tipo si applicava agli emittenti di token collegati ad attività, la nuova versione dell'art. 32, par. 1 della proposta dispone che essi costituiscono e mantengono in ogni momento una riserva di attività al fine di coprire i crediti dei possessori nei confronti dei token collegati ad attività in circolazione. Inoltre, l'art. 35 della proposta MiCA, nella nuova versione, dispone che gli emittenti di token collegati ad attività riconoscano ai possessori, in qualsiasi momento, diritti di rimborso sulle attività di riserva e garantiscano il rimborso dei token collegati ad attività al valore di mercato, entro e non oltre due giorni lavorativi.

In aggiunta ai requisiti generali, la proposta di regolamento sui mercati stabilisce una serie di requisiti specifici per l'emissione di stablecoin collegati ad attività. Oltre all'ottenimento dell'autorizzazione preventiva da parte dell'autorità competente dello Stato membro d'origine nel caso in cui vengano superate determinate soglie *de minimis* e alla pubblicazione di un *white paper* approvato dall'autorità nazionale competente, gli emittenti di token con riferimento ad attività devono rispettare, tra l'altro, requisiti patrimoniali; dispositivi di *governance*; obblighi di informativa; procedure di trattamento dei conflitti di interesse; procedure di trattamento dei reclami; l'obbligo di detenere riserve di attività insieme a politiche e procedure che disciplinano

³² 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 pagamenti al dettaglio per l'UE, 24 settembre 2020, COM(2020) 592 *final*.

³³ Nella nozione di "fondi" la direttiva sui servizi di pagamento ricomprende nella norma citata nel testo «banconote e monete, moneta scritturale o moneta elettronica quale definita all'articolo 2, punto 2), della direttiva 2009/110/CE».

la custodia delle attività di riserva; l'investimento delle attività di riserva; la previsione di un piano adeguato per sostenere una liquidazione ordinata. Inoltre, gli emittenti di token riferiti ad attività devono fornire ai detentori di tali token informazioni su base continua, rendendo noto, almeno mensilmente, sul proprio sito web, l'ammontare dei token in circolazione e il valore e la composizione delle attività di riserva.

Sul fronte della vigilanza, gli emittenti di token collegati ad attività sono soggetti alla responsabilità delle autorità nazionali di regolamentazione ma, in ipotesi di token significativi, in forza dell'art. 39, par. 5 della proposta, le responsabilità di vigilanza sono trasferite all'ESMA.

È molto interessante la gradualità delle misure previste dalla proposta di regolamento per cui gli ultimi emendamenti del Parlamento europeo hanno introdotto, con l'art. 40 *bis*, tra le categorie dei token collegati ad attività e di moneta elettronica, la categoria dei quasi token di moneta elettronica e dei token collegati ad attività di pagamento. In particolare, nei casi in cui l'ESMA ritenga che un token collegato ad attività significativo sia ampiamente utilizzato per i pagamenti nell'Unione, chiede un parere all'ABE che, dopo consultazione della BCE e delle banche centrali pertinenti degli Stati membri la cui moneta non è l'euro, potrebbe concludere nel senso che il token collegato ad attività significativo sia diventato ampiamente utilizzato come mezzo di scambio. In questi casi il token è riqualificato come "quasi token" di moneta elettronica e le responsabilità di vigilanza sono trasferite all'ABE.

L'ABE chiede all'emittente di quasi token di moneta elettronica significativi di rispettare gli stessi obblighi in relazione all'emissione e alla rimborsabilità previsti per gli emittenti di token di moneta elettronica senza pregiudicare l'applicazione di ammende e sanzioni più elevate per i token collegati ad attività significativi.

Per quanto riguarda i token di moneta elettronica, gli emittenti devono essere autorizzati quali enti creditizi, sempre che non siano esentati in forza dell'art. 2, par. 5, punti da 4 a 23 della direttiva 2013/36/UE, sull'accesso all'attività degli enti creditizi, o quali "istituti di moneta elettronica", ai sensi della direttiva 2009/110/CE, e rispettare le regole di *governance* e di rimborso di moneta elettronica pertinenti. Gli emittenti di token di moneta elettronica devono pubblicare un *white paper* e notificarlo all'autorità nazionale competente. Secondo l'art. 45, conformemente all'art. 12 della direttiva 2009/110/CE, è vietato, come nel caso dei token riferiti ad attività, concedere interessi ai possessori di token. Il considerando 41 della proposta ha cura di spiegare che il divieto di interessi dovrebbe garantire che i token siano adoperati principalmente come mezzo di pagamento e non come riserva di valore, volendosi impedire un'elusione della normativa UE sui titoli.

La proposta prevede un'esenzione dai requisiti di autorizzazione per gli emittenti di token di moneta elettronica e per gli emittenti di token collegati ad attività nel caso di investitori qualificati, riflettendo così un grado di proporzionalità coerente ad altri regimi europei nei confronti degli investitori qualificati – o dei clienti professionali secondo il regime MiFID II – rispetto ad altri tipi di investitori.

7. La disciplina applicabile ai token riferiti ad attività e ai token di moneta elettronica "significativi" ovvero alle Global Stablecoin

È utile chiarire che, sebbene la Commissione da diversi anni stia esaminando attivamente il panorama delle criptovalute, un fattore trainante verso la nuova disciplina è stato l'annuncio, nel 2019, della proposta di stablecoin "libra" sostenuta da Facebook. L'ingresso di un grande

attore tecnologico nel mercato delle stablecoin ha sollevato la problematica della portata globale delle cripto-attività, accelerando in un certo senso l'inquadramento normativo di esse. Invero, la Commissione ha accolto le conclusioni del G7 Working Group on Stablecoins, che, nell'ottobre 2019, ha affermato che «nessun progetto globale di stablecoin dovrebbe iniziare a funzionare fino a quando non verranno affrontati in modo adeguato i requisiti legali, normativi e di supervisione pertinenti»³⁴.

La proposta MiCA applica un ulteriore livello di *compliance* rispetto agli emittenti di token riferiti ad attività e di token di moneta elettronica “significativi”. Nel caso dei token di moneta elettronica è l'ABE, previa consultazione della BCE e delle banche centrali pertinenti degli Stati membri la cui moneta non è l'euro, a classificare i gettoni quali token di moneta elettronica significativi, nel secondo caso è l'ESMA. L'obiettivo è identificare gli emittenti di stablecoin “globali” e, di conseguenza, i requisiti patrimoniali più elevati, gli obblighi relativi all'interoperabilità della tecnologia e le disposizioni sulla gestione della liquidità che sono previsti per tali emittenti e che, ai sensi dell'art. 52 della proposta all'esame, vanno anche oltre quelli che si applicherebbero a un emittente di moneta elettronica ai sensi della direttiva EMD2, sono progettati per contrastare i maggiori rischi percepiti per la stabilità finanziaria posti dalle stablecoin globali.

Mentre nel caso dei token collegati ad attività significativi, come abbiamo visto nel precedente paragrafo, le responsabilità di vigilanza sono trasferite all'ESMA, i token di moneta elettronica significativi saranno soggetti alla doppia supervisione delle autorità nazionali competenti e dell'ABE, che in particolare sarà responsabile della conformità dei token di moneta elettronica rispetto a requisiti patrimoniali, politica di remunerazione, liquidità, regole di custodia e investimento, interoperabilità e chiusura ordinata degli emittenti.

Per quanto riguarda le Global Stablecoin, tuttavia, la proposta rischia di realizzare uno svantaggio competitivo per le piattaforme di trading cui è applicabile il diritto UE. Appare difficile, rispetto al quadro emerso, che importanti stablecoin, come DAI o Tether, richiedano l'autorizzazione UE e siano dunque negoziate sulle piattaforme di trading regolamentate dal diritto europeo. Ciò potrebbe contrarre conseguentemente il volume degli scambi e delle vendite nell'ambito delle stesse piattaforme³⁵ ed orientare i consumatori verso mercati non regolamentati in Paesi extra UE.

Invero, rispetto alle soglie della proposta originaria, appare evidente che la maggior parte delle stablecoin rilevanti sul mercato sarebbe stata considerata “global” raggiungendo facilmente i criteri “significativi” di un miliardo di capitalizzazione di mercato e/o 100 milioni di volume di scambi giornalieri. La proposta all'esame prevede ora, all'art. 39, par. 6, lett. a), ii), che la capitalizzazione di mercato di tali token debba essere pari a 5 miliardi e, all'art. 39, par. 6, lett. a), iii), che la soglia relativa al valore delle operazioni sia pari a 500 milioni di euro giornalieri. Le stesse soglie di “significatività” sono applicate per analogia ai token di moneta elettronica alla luce di quanto disposto dall'art. 50, par. 1 della proposta.

³⁴ G7 Working Group on Stablecoins, *Investigating the impact of global stablecoins*, October 2019, reperibile online al sito www.bis.org/cpmi/publ/d187.pdf; D. BULLMANN, J. KLEMM, A. PINNA, *In search for stability in crypto-assets: are stablecoins the solution?*, in *Occasional Paper Series*, August 2019, n. 230; O. READ, S. SCHÄFER, *Libra Project: Regulators Act on Global Stablecoins*, in *Intereconomics. Review of European Economic Policy*, 2020, 55, 6, p. 392 ss.; D.A. ZETZSCHE, R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, *Regulating Libra*, in *Oxford Journal of Legal Studies*, 2020, p. 80 ss.

³⁵ Oltre la metà di tutti gli scambi di bitcoin sono effettuati con Tether.

In questi casi, oltre a quelli già citati, ricordiamo, tra gli obblighi aggiuntivi, che i requisiti minimi dei fondi propri, di cui all'art. 31, par. 1 della proposta, vanno moltiplicati per un coefficiente di 1,5 (art. 41, par. 4 della proposta). La disposizione testé citata, che si riferisce ai token collegati ad attività significativi, viene estesa, in forza dell'art. 52, lett. b), anche ai token di moneta elettronica significativi.

La proposta, dunque, va nella direzione giusta prevedendo criteri di “significatività” più bassi e più proporzionati; viceversa, con parametri più stringenti, la nuova disciplina potrebbe sopprimere completamente il mercato europeo delle stablecoin, danneggiando i fornitori UE di servizi di criptovaluta. Alla luce del considerando 5, infatti, va assicurato un trattamento proporzionato ai diversi tipi di cripto-attività e alle strutture di emissione concedendo in tal modo pari condizioni di accesso al mercato.

8. Le cripto-attività “diverse” dai token collegati ad attività o dai token di moneta elettronica

Il titolo II della proposta di regolamento è dedicato alle cripto-attività diverse dalle stablecoin. Esso impone una serie di requisiti di carattere generale per gli emittenti di cripto-attività. Per emittente di cripto-attività si intende, in forza dell'art. 3, par. 1, punto 6 della proposta, «una persona fisica o giuridica identificabile o un altro soggetto sottoposto a diritti e doveri, che offre al pubblico qualsiasi tipo di cripto-attività o che chiede l'ammissione di tali cripto-attività a una piattaforma di negoziazione di cripto-attività». La proposta, nell'art. 3, par. 1, punto 6 *bis*, introduce anche la nozione più ampia e più conforme alle definizioni previste dalla legislazione finanziaria UE di “offerente” di cripto-attività, alternativa a quella di emittente³⁶.

Interessanti appaiono le considerazioni formulate dalla CONSOB sul Pacchetto sulla finanza digitale³⁷ in punto di trattamento di finanza decentralizzata (DeFI). La distinzione tra emittente e offerente è particolarmente utile per le cripto-attività per le quali non sia identificabile l'emittente, come è il caso dei bitcoin, in quanto emesse secondo logiche automatiche di decentralizzazione. In questi casi, al fine di evitare “aree grigie”, si propone di differenziare il ruolo degli emittenti, degli offerenti e dei soggetti che richiedono l'ammissione alla negoziazione delle cripto-attività, responsabilizzando le ultime due figure anche nei casi in cui non sia possibile indentificare un emittente persona giuridica.

In base all'art. 4, par. 1, lett. b), prima di qualsiasi offerta pubblica e prima che le cripto-attività siano ammesse alla negoziazione su una piattaforma di scambio, gli emittenti devono notificare un *white paper* di crittografia almeno 20 giorni lavorativi precedenti alla pubblicazione e, se del caso, le loro comunicazioni di marketing, all'autorità competente dello Stato membro in cui hanno la sede legale o una succursale.

Non è necessario che gli emittenti ottengano l'approvazione *ex ante* da parte delle autorità competenti rispetto al *white paper* o alle comunicazioni correlate. Tuttavia, gli emendamenti

³⁶ Si veda ad esempio, art. 2, lettere h) ed i) del regolamento “prospetto”. Così come redatta questa definizione comporta di dover richiedere alle società di ottenere un'autorizzazione sia per l'emissione sia, ad esempio, per la custodia e l'amministrazione di cripto-attività per conto terzi. Si veda su questo punto D.A. ZETZSCHE, F. ANNUNZIATA, D.W. ARNER, R.P. BUCKLEY, *op. cit.*, p. 222.

³⁷ Camera dei Deputati, VI Commissione permanente (Finanze), Pacchetto Finanza Digitale, Audizione della CONSOB, 8 giugno 2021, reperibile *online* al sito www.consob.it/documents, p. 7.

apportati all'art. 7 della proposta di regolamento da parte del Parlamento europeo hanno previsto che gli emittenti di cripto-attività possano richiedere all'autorità competente l'approvazione *ex ante* del *white paper* che in tal caso è valida per l'intera Unione. Ciò appare più conforme e coerente rispetto alla disciplina contenuta nel regolamento sul prospetto e, comunque, alla luce dell'art. 82 della proposta, l'ESMA, l'ABE e le autorità nazionali competenti sono autorizzate a svolgere funzioni di vigilanza sia prima sia dopo la pubblicazione del *white paper*.

La stessa responsabilità *ex post* in capo agli emittenti rispetto al *white paper* non garantisce che la disciplina sia realmente armonizzata ed uniforme come previsto tra gli obiettivi della proposta³⁸. In forza dell'art. 5, par. 3, deve essere apposta una dichiarazione secondo la quale l'emittente delle cripto-attività va considerato quale unico responsabile del contenuto del *white paper* che appunto non è esaminato o approvato da alcuna autorità nazionale competente. D'altro canto, il considerando 24 della proposta ha cura di precisare che gli emittenti di cripto-attività e i loro organi di amministrazione devono essere soggetti alle norme in materia di responsabilità civile per le informazioni fornite al pubblico mediante il *white paper* sulle cripto-attività. Il *white paper*, in base all'art. 5, par. 7, lett. c), deve anche chiarire che l'offerta al pubblico di cripto-attività non costituisce un'offerta o una sollecitazione alla vendita di strumenti finanziari.

In base all'art. 5 della proposta, le informazioni presentate nel *white paper* includono, tra l'altro, una descrizione dettagliata dell'emittente; il progetto e l'utilizzo previsto dei fondi; le caratteristiche dell'offerta al pubblico, in particolare il numero di cripto-attività che saranno emesse o per le quali si chiede l'ammissione alla negoziazione; i diritti e gli obblighi connessi alle cripto-attività; l'identità della persona che ha redatto il *white paper*, se diversa dall'emittente e dall'offerente; una valutazione indipendente del probabile consumo di energia delle cripto-attività se viene impiegato il modello "proof of work"³⁹; gli indicatori di sostenibilità relativi all'emissione della cripto-attività, tra cui l'eventuale estrazione in conformità della tassonomia della finanza sostenibile dell'UE; i rischi relativi all'emittente delle cripto-attività, alle cripto-attività, all'offerta al pubblico delle cripto-attività e all'attuazione del progetto.

In particolare, l'art. 5, par. 5, lett. d) *bis*, introdotto con gli ultimi emendamenti, prevede, tra le informazioni da fornire, l'indicazione del rischio sul fatto che le cripto-attività non siano coperte dai sistemi di indennizzo degli investitori né dai sistemi di garanzia dei depositi istituiti a norma, rispettivamente, della direttiva 97/9/CE e della direttiva 2014/49/UE.

L'art. 8 della proposta dispone che, dopo il periodo di notifica, il *white paper* deve essere pubblicato sul sito web dell'emittente, dell'offerente o del soggetto che chiede l'ammissione

³⁸ In questo senso D.A. ZETSCHE, F. ANNUNZIATA, D.W. ARNER, R.P. BUCKLEY, *op. cit.*, p. 212 s.

³⁹ Ai sensi dell'art. 3, par. 1, 28 *bis* della proposta, si tratta di un «meccanismo di consenso che richiede a tutti i miner (che partecipano alla DLT) di risolvere complessi quesiti matematici per convalidare una nuova operazione, aggiungendo un blocco alla catena e registrando in maniera definitiva e irreversibile una nuova operazione». Considerevoli preoccupazioni ambientali sono emerse in relazione a questi meccanismi per i notevoli consumi energetici, ma il Parlamento europeo ha evitato di assumere una linea rinviando la questione alla legislazione ambientale UE e, più specificamente, al regolamento sulla tassonomia che dovrebbe definire un sistema di classificazione per le attività sostenibili. Cfr., in argomento, G. CARELLA, *La responsabilità civile dell'impresa transnazionale per violazioni ambientali e di diritti umani: il contributo della proposta di direttiva sulla due diligence societaria a fini di sostenibilità*, in *Freedom, Security & Justice: European Legal Studies*, 2022, 2, p. 10 ss.

alla negoziazione, consentendosi la commercializzazione della cripto-attività nello spazio europeo.

Alcune offerte pubbliche sono esentate dalla pubblicazione del documento, ad esempio, in base all'art. 4, par. 2, lett. d), ove le cripto-attività siano offerte a meno di 150 persone fisiche o giuridiche per ogni Stato membro, quando, in base all'art. 4, par. 2, lett. e), nell'arco di un periodo di 12 mesi, il corrispettivo totale di un'offerta non superi nell'Unione un milione di euro o, secondo l'art. 4, par. 2, lett. f), quando l'offerta al pubblico delle cripto-attività sia rivolta esclusivamente agli investitori qualificati e le cripto-attività possano essere detenute solo da tali investitori qualificati.

Anche laddove esentati dall'obbligo di pubblicare un *white paper*, tutti gli emittenti di cripto-attività devono agire in modo onesto, equo e professionale, garantendo al contempo che i rispettivi sistemi e protocolli di sicurezza soddisfino gli standard UE (art. 13 della proposta).

Rispetto alla versione originaria del regolamento, secondo la quale gli emittenti non dovevano essere autorizzati ai sensi di alcuna direttiva europea e neppure essere necessariamente stabiliti nell'UE, dopo gli ultimi emendamenti apportati dal Parlamento europeo, l'art. 4, par. 1, lett. a) dispone che l'emittente di cripto-attività generali debba essere un soggetto giuridico, stabilito nell'Unione, una persona fisica residente nell'Unione, o altro soggetto stabilito o avente sede nell'Unione e titolare di diritti e obblighi dell'Unione o un'organizzazione autonoma decentrata ed essere autorizzato da un'autorità competente (art. 4, par. 1, lett. b) *bis*).

La proposta MiCA, dunque, presenta diversi vantaggi anche per l'emittente di una cripto-attività generale, poiché fornisce una più intensa certezza del diritto, rimuove i frammentati regimi nazionali ed assicura la possibilità di commercializzare una cripto-attività generale su base europea. Tuttavia, alla luce delle ultime modifiche, anche gli emittenti di cripto-attività generali dovranno essere stabiliti nell'UE ed essere autorizzati da un'autorità competente al livello nazionale. Ciò significa che gli emittenti extra UE debbono predisporre una sede locale significativa prima di poter offrire il relativo prodotto ai clienti UE.

9. L'autorizzazione rispetto ai fornitori di servizi per le cripto-attività

Al fine di fornire servizi di cripto-attività, che includano il funzionamento di una piattaforma di trading e lo scambio di cripto-attività con valuta fiat o altre cripto-attività, l'impresa interessata deve essere autorizzata in base ad un processo che comporta un controllo significativo sull'attività, sulla gestione esecutiva e sui sistemi di controllo della stessa impresa.

Alla luce dell'art. 3, par. 1, punto 8 della proposta, fornitore di servizi per le cripto-attività è qualsiasi persona la cui occupazione o attività consiste nel prestare a terzi uno o più servizi per le cripto-attività su base professionale. Visto che una cripto-attività può essere considerata un'attività che si basa essenzialmente sulla crittografia e sulla DLT, che non è emessa né garantita da una banca centrale o da un'autorità pubblica e che può essere utilizzata come mezzo di scambio o a fini di investimento, un fornitore di servizi equivale a un fornitore di servizi di cripto-attività se esso fornisce "servizi di cripto-attività" o equivalenti.

Questa nozione è più ampia rispetto alla definizione di prestatore di servizi in materia di virtual asset (VASP, Virtual Asset Service Provider) accolta dal FATF, in base alla quale il prestatore di servizi è una persona fisica o giuridica che non è contemplata altrove all'interno delle raccomandazioni e che, a nome o per conto di un cliente, conduce, su base professionale,

una o più delle seguenti attività/operazioni: i. cambio tra virtual asset e valute fiat; ii. cambio tra una o più forme di virtual asset; iii. trasferimento di virtual asset; iv. custodia e/o amministrazione di virtual asset o strumenti che consentono controllo di virtual asset; v. partecipazione e prestazione di servizi finanziari correlati all'offerta di un emittente e/o alla vendita di un virtual asset⁴⁰.

La più ampia nozione, prevista nella proposta, ha lo scopo di garantire che il futuro regolamento si applichi alla gran parte delle società di cripto-attività, soprattutto rispetto a nicchie di mercato non ancora ben definite e per acquisire tutti i tipi di cripto-attività che attualmente non rientrano nell'ambito della legislazione UE sui servizi finanziari.

Analogamente al sistema MiFID II, i fornitori di servizi sono soggetti – a seconda delle loro dimensioni e del rischio associato – a ulteriori previsioni che riguardano, ad esempio, i requisiti patrimoniali, il modello di *governance*, la formazione del personale, la copertura assicurativa. La protezione degli investitori rimane un punto focale e pertanto vanno soddisfatti ulteriori obblighi in materia di adeguata separazione delle attività, custodia dei fondi, struttura aziendale e qualificazione gestionale.

La fornitura di servizi di cripto-attività all'interno dell'UE può essere svolta solo da persone giuridiche che abbiano una sede legale nell'UE e che siano state autorizzate come fornitori di servizi di cripto-attività ai sensi dell'art. 55 della proposta MiCA. A questo proposito, secondo l'art. 53, par. 3, un'autorizzazione in qualità di fornitore di servizi per le cripto-attività è valida in tutto il mercato unico e consente ai fornitori di servizi per le cripto-attività di prestare in tutta l'Unione i servizi per i quali sono stati autorizzati, grazie al diritto di stabilimento, anche attraverso una succursale, o tramite la libera prestazione di servizi.

Fondamentalmente, i fornitori che prestano servizi di cripto-attività su base transfrontaliera non sono tenuti ad avere una presenza fisica negli Stati membri ospitanti ovvero negli Stati membri in cui desiderano fornire servizi se diversi dallo Stato membro di origine. Pertanto, l'autorizzazione deve essere mutualmente riconoscibile e le autorità competenti al livello nazionale assicurano che essa specifichi i servizi per le cripto-attività che i fornitori sono autorizzati a prestare.

In base all'art. 54, par. 1 della proposta MiCA, le persone giuridiche che intendono fornire servizi di cripto-attività devono richiedere l'autorizzazione come fornitori di servizi all'ESMA. Il processo di autorizzazione così come previsto appare snello e convincente: le autorità competenti, sono tenute *ex art.* 55, par. 1, a confermare se una domanda di autorizzazione è completa qualora contenga le informazioni e la documentazione prescritte entro 15 giorni lavorativi dal ricevimento della stessa domanda e quindi, in forza dell'art. 55, par. 5 della proposta, sono tenute a valutare, entro due mesi dalla data di ricevimento della domanda completa, se il richiedente possiede i requisiti di autorizzazione.

Contrariamente ad altri atti legislativi europei sui mercati dei capitali⁴¹, la proposta MiCA non include un regime separato per i fornitori di servizi di cripto-attività di Paesi terzi, disponendo

⁴⁰ V. art. 33, lett. c), *Linee guida per un approccio ai virtual asset e ai prestatori di servizi in materia di virtual asset basato sul rischio*, Direzione V (a cura di), *Prevenzione dell'utilizzo del sistema finanziario per fini illegali*, reperibile *online* al sito www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/Italian-Guidance-RBA-VA-VASP.pdf.

⁴¹ V., ad esempio, il capo IV dedicato alla prestazione di servizi di investimento e attività da parte di imprese di Paesi terzi della direttiva MiFID II.

che le persone con sede nell'UE potranno ricevere servizi offerti da fornitori stabiliti in un Paese terzo. Se ciò dovesse avvenire su iniziativa esclusiva di un cliente stabilito o ubicato nell'Unione, il requisito di autorizzazione ai sensi dell'art. 53 non si applica alla prestazione del servizio (art. 56 *bis*, par. 1 della proposta).

Tuttavia, l'iniziativa esclusiva di un cliente non dà diritto all'impresa del Paese terzo di commercializzare nuove categorie di servizi per le cripto-attività. Infatti, un fornitore di un Paese terzo che solleciti clienti o promuova servizi nell'UE, è tenuto ad richiedere l'autorizzazione come fornitore di servizi di criptovaluta UE. A questo riguardo, all'art. 122, par. 2, lett. k), la proposta prevede che la Commissione possa considerare la possibilità di un futuro regime di equivalenza.

A causa della natura intrinsecamente digitale dei servizi per le cripto-attività, le imprese di Paesi terzi sono spesso in grado di prestare servizi ai clienti senza alcuna presenza fisica o legale nell'Unione. Ciò comporta un significativo rischio di elusione delle norme del regolamento, oltre che di svantaggio concorrenziale per i fornitori di servizi per le cripto-attività autorizzati nell'Unione rispetto ai concorrenti dei Paesi terzi. Dunque, in base a quanto chiarisce il considerando 51, nessuna persona fisica o giuridica potrà essere autorizzata a fornire su base non occasionale servizi per le cripto-attività ai cittadini dell'Unione senza disporre di un rappresentante legale nell'UE e senza essere autorizzata a norma della proposta di regolamento, anche ove tali servizi fossero forniti esclusivamente su iniziativa di clienti UE.

Per quanto riguarda i fornitori di servizi per le cripto-attività significative, l'ESMA, in forza dell'art. 53, par. 1 della proposta, impone che gli stessi fornitori debbano ottenere l'autorizzazione prima dell'inizio della fornitura dei servizi. Negli stessi casi è l'ESMA ad occuparsi della vigilanza in stretta cooperazione con l'autorità competente dello Stato membro d'origine.

L'ESMA, secondo quanto previsto dall'art. 57 della proposta, deve altresì istituire un registro di tutti i fornitori di servizi di cripto-attività che includerà anche informazioni sui *white paper* notificati dalle autorità competenti. In base all'art. 61 *ter*, l'ESMA dovrà tenere altresì un registro in cui sono riportati i fornitori di servizi per le cripto-attività, operanti all'interno e all'esterno dell'Unione, che non rispettano le norme europee o internazionali in materia di lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo e a fini fiscali o non cooperano in ogni momento con le autorità di contrasto dell'Unione e che pongono minacce significative al sistema finanziario europeo e al corretto funzionamento del mercato interno⁴².

10. La definizione di un quadro normativo per i servizi di cripto-attività

La proposta di regolamento definisce anche il quadro per i “servizi di cripto-attività” regolamentati, modellato in gran parte sulla gamma di servizi di investimento in ambito MiFID II. In forza dell'art. 3, par. 1, punto 9, si definisce servizio per le cripto-attività qualsiasi servizio e attività in relazione: alla custodia e all'amministrazione per conto di terzi; alla gestione di una piattaforma di negoziazione; allo scambio di cripto-attività con una moneta fiduciaria avente corso legale; allo scambio di cripto-attività con altre cripto-attività; all'esecuzione di ordini per conto di terzi; al collocamento; al trasferimento; alla ricezione e alla trasmissione di ordini per conto di terzi; alla prestazione di consulenza; allo scambio di cripto-attività con strumenti

⁴² V. *supra* par. 2.

finanziari; alla fornitura di gestione di portafoglio; alla prestazione del servizio di gestione di portafogli.

Il considerando 60 afferma che i fornitori di servizi di cripto-attività dovrebbero garantire che le transazioni eseguite sulle loro piattaforme di scambio siano elaborate rapidamente e registrate nelle DLT. È necessario dunque verificare che le strutture di esecuzione garantiscano la corretta contabilizzazione dei singoli ordini e transazioni potendo così continuare ad essere utilizzate.

L'art. 68, par. 8 della proposta, nella stesura originaria, disponeva che l'operazione dovesse essere conclusa nella stessa data in cui la transazione fosse stata eseguita sulla piattaforma di trading statuendo, in particolare, che «i fornitori di servizi per le cripto-attività autorizzati a gestire una piattaforma di negoziazione di cripto-attività completano il regolamento definitivo di un'operazione di cripto-attività nella DLT nella stessa data in cui le operazioni sono state eseguite sulla piattaforma di negoziazione».

Tuttavia, il regolamento giornaliero delle transazioni potrebbe creare problematiche di gestione qualora esso fosse interpretato in modo così estensivo da includervi ad esempio i registri centralizzati utilizzati dai servizi di custodia e dal servizio di portafoglio fornitori per consentire ai propri clienti di effettuare transazioni. Invero, l'art. 68, par. 8, a seguito degli emendamenti presentati dal Parlamento europeo, dispone che «i fornitori di servizi per le cripto-attività autorizzati a gestire una piattaforma di negoziazione di cripto-attività avviano il regolamento definitivo di un'operazione di cripto-attività nella DLT solo per attività di deposito o prelievo delle cripto-attività entro 72 ore dall'esecuzione dell'operazione sulla piattaforma di negoziazione o, nel caso di operazioni regolate al di fuori della DLT, il giorno di chiusura delle diverse operazioni collegate».

Il capo III della proposta impone requisiti operativi e patrimoniali aggiuntivi su diversi servizi di cripto-attività. Per la custodia e l'amministrazione di cripto-attività, si richiede che il custode crittografico debba conservare le risorse crittografiche dei propri clienti su indirizzi DLT separati dai propri indirizzi. I custodi di criptovalute devono presentare rapporti trimestrali sulle posizioni di cripto-attività che detengono per ciascun cliente, così i clienti potranno ritenere il loro custode responsabile per le perdite derivanti da *hack* o malfunzionamenti.

Ad ogni modo, sulle piattaforme di trading devono essere previste regole per l'ammissione e la sospensione di cripto-attività e pubblicati continuamente i prezzi di domanda e offerta nonché i volumi delle transazioni. Nelle ipotesi di negoziazione per conto proprio, al fine di realizzare lo scambio con valuta fiat o con altre criptovalute, gli operatori devono pubblicare le rispettive politiche con riguardo ai clienti accettati, ai prezzi fissi offerti o ai meccanismi di prezzo sulle transazioni eseguite sulle piattaforme di scambio.

In merito alla ricezione e alla trasmissione di ordini di criptovalute, i fornitori di servizi non sono autorizzati ad accettare alcun tipo di pagamento o vantaggio per il semplice avvio dell'ordine del cliente a una particolare piattaforma di trading. Quanto all'esecuzione di ordini, gli stessi fornitori sono obbligati a utilizzare modelli che garantiscano il miglior risultato possibile per gli ordini eseguiti. I fornitori di servizi, per il posizionamento di cripto-attività, sono altresì tenuti ad esplicitare i costi e le commissioni di transazione e ad informare il cliente sui tempi, sulla procedura e sul prezzo proposti per le criptovalute da collocare.

I consulenti infine, per ottimizzare la consulenza su investimenti in criptovaluta, devono acquisire dai clienti informazioni pertinenti e valutare la conoscenza e l'esperienza degli stessi

riguardo a questo tipo di strumenti. I consigli forniti, che vanno soppesati in ragione di una valutazione preliminare siffatta, devono includere una chiara allerta sui potenziali rischi.

11. L’impatto dei nuovi requisiti sull’attività delle imprese e sulla qualità del sistema finanziario

Rispetto al quadro giuridico esistente, in forza del quale i fornitori di servizi di cripto-attività e gli investitori europei devono confrontarsi quotidianamente con normative differenti per ciascuno degli Stati membri, la proposta, nonostante i requisiti più stringenti per gli stessi fornitori, pone fine ai frammentati regimi nazionali, quali sono, per citarne alcuni, quelli di Malta, Estonia e Francia. Il regolamento MiCA, in particolare, semplifica, per i fornitori di servizi, il sistema delle licenze e realizza economia di tempi, costi e procedure, estendendo le autorizzazioni ottenute negli Stati membri di origine a tutti gli Stati UE.

Tuttavia, sebbene la proposta non sembri incidere in modo significativo sugli emittenti di cripto-attività generali, il regime di informativa previsto nel *white paper* può rappresentare un ostacolo importante per molte imprese, in particolare laddove l’attività sottostante alla cripto-attività non sia di natura finanziaria. Allo stesso modo, per quanto riguarda i fornitori di servizi di cripto-attività, per molte imprese potrebbero essere necessari investimenti significativi in termini di infrastrutture, controlli e personale. In particolare, una serie di requisiti organizzativi e di condotta aziendali previsti per le imprese autorizzate non sono attualmente standard di mercato con riferimento alle cripto-attività. Dunque, il quadro prospettato potrebbe agevolare le imprese più solide e con maggiore esperienza che, recependo agevolmente i requisiti prescritti, trarrebbero vantaggio dal nuovo regolamento. Dal punto di vista del mercato finanziario tradizionale, è altresì probabile che la disciplina proposta rappresenti un’evoluzione positiva creando contemporaneamente regolamentazione e barriere all’ingresso rispetto a potenziali concorrenti.

I requisiti normativi previsti per i fornitori di servizi di cripto-attività andrebbero, invece, verificati con riguardo alle startup ed ai giovani attori del settore al fine di evitare che questi ultimi siano ostacolati da standard eccessivamente onerosi e complessi. Difatti misure proporzionate ai rischi finanziari e ai volumi generati dalle cripto-attività sono capaci di meglio garantire l’obiettivo politico dell’UE di ammettere e promuovere l’innovazione. Un equilibrio del genere è maggiormente significativo laddove si tratti di tecnologie e modelli di business emergenti dovendosi realizzare in questi casi un quadro normativo in grado di essere modulato nel tempo.

Ritornando alle licenze concesse ai fornitori di servizi di criptovaluta, esse saranno trasferibili alle succursali nello stesso modo delle licenze MiFID II. Laddove uno Stato membro abbia già stabilito un regime di licenza su misura per i fornitori, le autorità di regolamentazione applicheranno un processo di autorizzazione semplificato per agevolare gli stessi fornitori a transitare da una licenza nazionale a una licenza MiCA valida in tutta l’Unione europea. Infatti, ai sensi dell’art. 123 della proposta, sono introdotte una serie di misure transitorie e, più specificamente, si propone che i requisiti di cui agli articoli da 4 a 14 della proposta MiCA non si applichino alle criptovalute che sono state offerte al pubblico nell’UE o ammesse alla negoziazione su una piattaforma di trading prima della data di entrata in vigore del regolamento; i fornitori che hanno prestato i propri servizi in conformità con la legge applicabile prima della data di entrata in vigore della proposta, possono continuare a farlo per 18 mesi dalla stessa data

o fino a quando non venga concessa un'autorizzazione ai sensi del regolamento (a seconda di quale circostanza si verifichi prima); le cripto-attività emesse alla data di entrata in vigore del regolamento o dopo tale data possono continuare a essere offerte o negoziate, conformemente al diritto applicabile prima dell'entrata in vigore del regolamento, per un periodo fino a 6 mesi dopo l'entrata in vigore del regolamento o fino a quando non venga concessa o definitivamente rifiutata un'autorizzazione sempre che l'offerente abbia richiesto l'autorizzazione entro 6 mesi dopo la data di entrata in vigore; gli Stati membri potranno applicare una procedura semplificata per le domande di autorizzazione presentate tra la data di entrata in vigore del regolamento e 18 mesi dopo tale data, da soggetti che, al momento della stessa entrata in vigore, erano autorizzati ai sensi del diritto nazionale a fornire servizi di cripto-attività.

12. La configurazione di un modello operativo solido e competitivo

La proposta MiCA, come si è osservato in premessa, definisce puntualmente gli obiettivi da realizzare ovvero fornire certezza giuridica; offrire sostegno, promuovendo nel contempo innovazione e sviluppo; incoraggiare consumatori e investitori a partecipare al mercato emergente; garantire la stabilità finanziaria.

Per attuare gli obiettivi indicati, la proposta stabilisce un quadro giuridico chiaro che prevede di regolamentare tutte le cripto-attività che non sono incluse nella legislazione vigente relativa ai servizi finanziari tradizionali. D'altro canto, la natura intrinsecamente digitale e globale delle criptovalute rende essenziale un approccio internazionale coordinato al fine di evitare che i fruitori del mercato possano trasferirsi verso legislazioni più flessibili.

Nell'ambito di applicazione, come pure abbiamo evidenziato, sono comprese le stablecoin che non rientrano nelle norme europee esistenti. Questa categoria di cripto-attività, che è stata oggetto di molte controversie a livello internazionale, dato il coinvolgimento della politica monetaria e della sovranità nazionali, trova importanti risposte nella proposta di regolamento con riguardo alla gestione normativa della loro emissione ed allo scambio.

Nell'ottica di attutire i rischi per gli investitori e di garantire la stabilità finanziaria, il regolamento prevede che gli emittenti vengano autorizzati, come istituti di credito o di moneta elettronica, per i token di moneta e, per i token riferiti ad attività, ai sensi di MiCA; dispongano di riserve di attività, solide e specifiche, per supportare l'andamento della crescita e consentano ai possessori, nel caso dei token di moneta elettronica, di riscattare alla pari, nel caso dei token collegati ad attività, di riscattare al valore di mercato. L'attenzione del legislatore si è rivolta principalmente alle stablecoin poiché, come si è detto, rappresentano la minaccia più grave alla stabilità finanziaria e, potendo competere con la moneta a corso legale, potrebbero indebolire la trasmissione delle manovre di politica monetaria.

Rispetto alla vigilanza, il modello prospettato è quello secondo cui i progetti transfrontalieri più ambiziosi di Global Stablecoin vanno sottoposti alla supervisione delle autorità di vigilanza al livello UE, mentre le iniziative su scala minore vanno supervisionate dalle autorità nazionali. Da un punto di vista più generale, il lavoro in corso delle banche centrali in tutta l'Unione europea, inclusa come si è visto la BCE⁴³, sullo sviluppo delle valute digitali delle banche centrali (CBDC) assicura un quadro stabile alla gestione privata dei token collegati ad attività e dei token di moneta elettronica. Il coinvolgimento dei settori pubblico e privato, in

⁴³ V. *supra* par. 1.

punto di interoperabilità e interazione tra cripto-attività private e CBDC va visto certamente come un'opportunità per permettere all'UE di divenire un modello come cripto-sistema⁴⁴.

L'approccio di fondo contro la perdita di controllo monetario consiste nel condurre una politica monetaria stabile e responsabile ed in questo senso il mantenimento della neutralità della BCE e la depoliticizzazione della politica monetaria sono chiare ipotesi istituzionali. Tuttavia, la BCE deve essere aperta a nuove idee e tendenze qual è l'emissione della propria moneta elettronica che potrebbe essere una sorta di stablecoin sostenuta da un protocollo adattabile. Con l'emissione della propria moneta elettronica, l'UE eviterebbe, tra l'altro, la comparsa di emittenti privati di più ampia dimensione come nel caso di un gruppo in cui confluiscono società informatiche, siti web e banche.

La trasferibilità delle autorizzazioni è concepita certamente per limitare la volatilità nel *trading* di criptovalute e per fornire maggiore certezza normativa, ma anche per attutire la frammentazione del mercato, assicurando che, una volta che una società di criptovalute sia stata autorizzata in uno Stato UE, essa è libera di operare in tutti gli altri Stati membri. Se più volte abbiamo ribadito che le nuove regole intendono fornire certezza del diritto, va anche chiarito che esse devono essere concepite in modo pragmatico, tenendo conto sia delle particolarità delle tecnologie sia del funzionamento di questi nuovi sistemi. Lo scenario peggiore sarebbe una regolamentazione troppo rigida capace di dissuadere gli attori di cripto-attività a sviluppare le loro attività all'interno dell'UE.

Un approccio equilibrato appare quindi fondamentale per evitare l'arbitraggio normativo. Nella proposta, lo spazio riservato alla proporzionalità non è forse ancora sufficiente: le regole non possono essere applicate allo stesso modo alle startup le cui attività rimangono sotto soglie medie e ai grandi attori che trattano volumi e flussi significativi. Il mercato delle attività non potrà crescere se vi è una mancanza di proporzionalità nella proposta finale.

Un approccio ancora più graduale e coerente permetterebbe di gestire il nuovo mercato in modo più funzionale. Ad esempio, in forza dell'art. 4, par. 2, lett. e), della proposta MiCA, il requisito dell'autorizzazione e del *white paper* per i token di utilità non si applica se, oltre un periodo di 12 mesi, il corrispettivo totale di un'offerta al pubblico di criptovalute non superi nell'UE un milione di euro o l'importo equivalente in un'altra valuta o in criptovalute. In forza degli articoli 15, par. 3, lett. a) e 43, par. 2, lett. b), la proposta dispone un'esenzione dall'autorizzazione per gli emittenti di token collegati ad attività e di moneta elettronica se, in un periodo di 12 mesi, l'importo medio in essere di token non superi i 5 milioni di euro. In questi casi gli emittenti di token devono tuttavia rilasciare un *white paper* a prescindere dall'importanza dell'esenzione. Quindi queste disposizioni andrebbero riviste alla luce di un approccio olistico rispetto anche al regolamento prospetti che, all'art. 3, par. 2, lett. b), prevede soglie di esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto/*white paper* ancora diverse.

13. Osservazioni conclusive

Le criptovalute appartengono ad un mercato globale senza confini nazionali o regionali dei cui fruitori peraltro non si conosce spesso la sede. Nella maggior parte degli ordinamenti, esse non rientrano nel perimetro normativo in vigore e comunque non sono previste disposizioni specifiche. L'UE è il primo ordinamento giuridico a definire per le criptovalute un quadro

⁴⁴ Si veda sul punto D.A. ZETSCHE, F. ANNUNZIATA, D.W. ARNER, R.P. BUCKLEY, *op. cit.*, p. 223 s.

normativo completo e puntuale sebbene non realizzi pienamente tutti gli obiettivi che si prefigge. Come si è chiarito, il mercato delle criptovalute ha sollevato preoccupazioni soprattutto con riferimento all'elevata volatilità dei prezzi, agli abusi e al pericolo di riciclaggio ed, infatti, gran parte della crescita dei mercati crittografici negli ultimi anni può essere attribuita all'aumento esponenziale della finanza decentralizzata (DeFI)⁴⁵. La proposta MiCA, pur applicandosi anche a questo tipo di finanza basata su protocolli automatici, introduce norme per emittenti, offerenti, fornitori di servizi che non esauriscono tuttavia il novero dei soggetti coinvolti nei sistemi di finanza decentralizzata⁴⁶. Così, con l'entrata in vigore dell'atto, avremo l'ipotesi della finanza decentralizzata regolamentata e di quella non regolamentata, con il rischio di "fughe" verso gli Stati extra-UE laddove il mercato UE apparisse più punitivo rispetto ad altri.

Introducendo un regime di licenza obbligatoria per i fornitori che offrono servizi su cripto-attività congiuntamente ad un meccanismo di passaporto al livello europeo, il testo prospetta una regolamentazione simile a quella applicabile al mercato degli strumenti finanziari. Non è ancora chiaro, tuttavia, come la proposta di regolamento MiCA sia in grado di essere coordinata con la MiFID II laddove si verta in tema di criptovalute che presentano elementi di uno strumento finanziario, qual è il caso dei valori mobiliari o dei derivati, e dunque definite "ibride". Alla luce delle considerazioni sopra avanzate⁴⁷, risulterà inoltre difficoltoso differenziare tra un token di utilità ai sensi del regolamento MiCA e un token di sicurezza che può essere qualificato come strumento finanziario ai sensi della MiFID II.

Abbiamo accennato che sarà l'ESMA a precisare in un allegato successivo le condizioni per qualificare, a tale proposito, le cripto-attività. In particolare, gli emendamenti del Parlamento europeo di cui all'art. 2, par. 2 *bis* della proposta hanno rinviato all'ESMA e alla Commissione l'adozione di norme tecniche in grado di chiarire di volta in volta se i token di utilità e i token di pagamento non referenziati ovvero non collegati ad un'attività rientrino o meno nel quadro della legislazione finanziaria europea previgente. La proposta infatti, nell'art. 2, par. 2, come ampiamente chiarito, si limita semplicemente a definire un ambito in negativo per l'applicazione della legislazione finanziaria. Per quanto riguarda dunque l'obiettivo del regolamento, citato in premessa, di definire i confini con gli altri strumenti finanziari, permangono zone di incertezza e di sovrapposizione.

Tuttavia, nonostante i limiti evidenziati, la legislazione proposta appare equa ed equilibrata, specie a seguito degli emendamenti apportati dal Parlamento europeo poiché armonizza il mercato europeo delle criptovalute, definendo condizioni di parità per emittenti e fornitori di servizi. Certamente le condizioni di parità sarebbero meglio realizzate qualora la possibilità di trasferire la licenza MiCA concessa ai fornitori di servizi fosse più dettagliatamente definita come nella direttiva sui servizi di pagamento (PSD2) e nella direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD IV) e, difatti, nel corso dei lavori preparatori, al fine di ottenere

⁴⁵ Cfr. K. QIN, L. ZHOU, B. LIVSHITS, A. GERVAIS, *Attacking the DeFi Ecosystem with Flash Loans for Fun and Profit*, in N. BORISOV, C. DIAZ (eds.), *Financial Cryptography and Data Security*, Berlin, Heidelberg, 2021, p. 3 ss.; IOSCO, *Decentralised Finance Report*, March 2022, reperibile online al sito www.iosco.org.

⁴⁶ V., in questo senso, Banca d'Italia, *Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, giugno 2022, p. 14, reperibile online al sito www.bancaditalia.it/media/approfondimenti.

⁴⁷ V. *supra* par. 4.

una maggiore armonizzazione normativa e parità di condizioni per tutti gli attori del mercato, la Commissione si è espressa per la necessità di un approccio integrato.

Quest'ultimo profilo appare particolarmente significativo nel post-Brexit, alla luce della necessità di gestire più centri finanziari nell'Unione europea. In ragione delle dimensioni e della rilevanza del mercato unico, la proposta, fissando standard di regolamentazione, ha il potenziale per realizzare un mercato innovativo e, con gli aggiustamenti segnalati nella direzione di una maggiore proporzionalità, per attrarre partecipanti dal mercato extra UE. Queste conseguenze positive si riverberano anche a vantaggio dei consumatori garantendosi ad essi la tutela, la scelta e la concorrenza.

Tuttavia, sebbene il regolamento abbia lo scopo di creare un quadro normativo completo, rimarrà necessario un controllo continuo poiché il sistema, attraverso nuovi modelli e rischi conseguenti, si evolve con rapidità probabilmente necessitando col tempo di ulteriori interventi normativi che potrebbero essere modificati sotto l'influenza di nuove conoscenze. Ad esempio una adozione più estesa delle criptovalute potrebbe espandere le interrelazioni tra il mercato di queste ultime e il mercato finanziario tradizionale.