

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

APRILE/GIUGNO

2021

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, GABRIELLA CAZZETTA, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Le proposte europee in tema di *crypto-assets* e *DLT*. Prime prove di regolazione del mondo *crypto* o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)?

SOMMARIO: 1. Alcune premesse per delimitare il mondo dei *crypto-assets* – 2. *Tokens* nativi e derivati – 3. Il presupposto teorico da cui muove la Commissione: il principio di neutralità tecnologica... – 3.1. ... e la sua critica: cenni. – 4. La regolazione *ad hoc* per i *crypto-assets* proposta dal MiCa. – 4.1. La disciplina proposta dal MiCa per gli *utility tokens*. – 4.2. *Le stablecoins*: alcune considerazioni di carattere generale. – 4.2.1. La disciplina proposta dal MiCa per gli *asset-referenced tokens*. – 4.2.2. La disciplina proposta dal MiCa per gli *e-money tokens*. – 5. Gli strumenti finanziari oggetto di “tokenizzazione” nell’ambito del *pilot* regime. – 5.1. La *regulatory sandbox* per il mercato secondario degli strumenti finanziari tokenizzati. – 6. Alcune riflessioni di sintesi che risentono dell’approccio suggerito in questa sede. – 7. L’impatto di questa impostazione sul giudizio circa le bozze di regolamento. – 8. Un doveroso cenno alla “questione” bitcoin, ormai “*too big to ignore*”.

1. *Alcune premesse per delimitare il mondo dei crypto-assets.*

La recente adozione, da parte della Commissione Europea, di due proposte di regolamento in tema di *crypto-assets*¹ e *DLT* – rispettivamente «*on Markets in Crypto-assets, and emending Directive (EU) 2019/1937*» (d’ora in poi MiCa) e relativo a un «*pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology*»² –, riaccende un faro su questo settore.

* Il presente scritto si inserisce nel quadro di una ricerca condotta dall’autrice quale membro del *Crypto Asset Lab* (iniziativa promossa dall’Università degli Studi di Milano-Bicocca e dal Digital Gold Institute sul tema di bitcoin e *crypto-assets*) e del PRIN – 2017: *FinTech: the influence of enabling technologies on the future of the financial markets*.

¹ Secondo l’art. 3, n. 2 del reg. MiCa «*cryptoasset means a digital representation of value or rights which may be transferred and stored in electronically, using distributed ledger technology or similar technology*».

² Per un primo commento, v. P. CARRIERE, *Crypto-assets: le proposte di regolamentazione della Commissione UE. Opportunità e sfide per il mercato italiano*,

Le due bozze, che si collocano nell'ambito del più generale *Financial Digital Package*³, condensano le risultanze di un processo complesso, che ha visto impegnate non solo l'*European Banking Authority* (EBA) e l'*European Securities and Market Authority* (ESMA), ma anche molti *stakeholders*, grazie alle consultazioni pubbliche che si sono svolte durante il 2019 e il 2020⁴.

Gli obiettivi sono senz'altro ambiziosi, tanto più se teniamo conto della velocità con cui il legislatore europeo vi è giunto, spinto dall'esigenza di dare una risposta non solo all'emersione di nuovi fenomeni come le *global stablecoins* private, ma anche agli interventi normativi dei singoli legislatori nazionali dell'Eurozona, che rischiano di creare i presupposti per pericolosi arbitraggi regolamentari⁵.

in www.dirittobancario.it, 5 ottobre 2020; D.A. ZETZSCHE, F. ANNUNZIATA, D.W. ARNER, R.P. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance Strategy*, Law Working Paper Series, Paper number 2020-018, in www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3725395; F. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, in www.dirittobancario.it, 15 ottobre 2020.

³ *Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on a Digital Finance Strategy for the EU*, 23 September 2020, COM(2020)591. Oltre ai due regolamenti, oggetto di analisi in questa sede, il Pacchetto digitale comprende anche a *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on digital operational resilience for the financial sector and amending Regulations (EC) No 1060/2009, (EU) No 648/2012, (EU) No 600/2014 and (EU) No 909/2014 - COM(2020)595* e a *Proposal for a Directive of the European Parliament and of The Council amending Directives 2006/43/EC, 2009/65/EC, 2009/138/EU, 2011/61/EU, EU/2013/36, 2014/65/EU, (EU) 2015/2366 and EU/2016/2341 - COM(2020)596*.

⁴ La Commissione ha, in particolare, portato avanti una consultazione pubblica tra il 19 dicembre 2019 e il 19 marzo 2020 (www.ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/2019-crypto-assets-consultation-document_en.pdf); una consultazione pubblica sulla valutazione di impatto iniziale 19 dicembre 2019 e 16 gennaio 2020 (*Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets (MiCA) SWD(2020)380*); sono stati consultati *Expert Group on Banking, Payments and Insurance (EGBPI)* in due occasioni (www.ec.europa.eu/info/publications/egbpi-meetings-2020_en); oltre a una serie di *Webinars dedicati EU framework for crypto- assets, as part of the Digital Finance Outreach 2020 ("DFO") series of events* (19 maggio 2020).

⁵ Come è noto, con l'eccezione di alcuni Paesi che hanno sostanzialmente bandito i *crypto-assets* (Cina), altri, anche europei, hanno di recente introdotto una

Dalla lettura delle disposizioni emerge con forza la volontà di creare al più presto un quadro regolamentare comune a livello europeo “*innovation friendly*”, ossia favorevole all’innovazione digitale, anche

regolazione specifica. Nel 2018, Malta ha adottato 3 leggi relative alla *blockchain*, *cryptocurrencies* e DLTs: Chapter 590 the Virtual Financial Assets Act, il *Virtual Financial Assets Regulations* e il *Virtual Financial Assets Rulebook*. Per un commento, si v. F. CALLEGARO, *Virtual Financial Assets: un primo complesso approccio legislativo. Analisi della Regolamentazione Maltese*, in www.dirittobancario.it, ottobre 2019. In Francia, nel 2019, il governo ha adottato la c.d. “PACTE Law”, n. 2019-486, che ha introdotto un regime opzionale per i c.d. *jetons d’usage*, che, in virtù della L. 54-10-1, sono quelli di cui allo «article L. 552-2, à l’exclusion de ceux remplissant les caractéristiques des instruments financiers mentionnés à l’article L. 211-1 et des bons de caisse mentionnés à l’article L. 223-1». In tema, v. AMF, *French ICOs. A New Method of Financing*, 22. Per il Lichtenstein si veda, invece, Law of 3 October 2019 on Tokens and TT Service Providers (Token and TT Service Provider Act; TVTG), consultabile sul sito www.regierung.li/media/medienarchiv/950_6_04_11_2019. Inoltre, dal 1° gennaio 2020, anche la Germania ha adottato un regime normativo specifico per i *crypto-assets*, recependo la V Direttiva antiriciclaggio (*Gesetz zur Umsetzung der Änderungsrichtlinie zur Vierten EU-Geldwäscherichtlinie*), grazie all’introduzione di una nuova categoria di strumenti finanziari. La riforma mira a regolare tutti i *tokens* rilevanti per i mercati finanziari e, a tal fine, la nuova categoria di attività crittografiche, è stata inserita nella definizione di strumenti finanziari ai sensi del KWG. In particolare, le attività crittografiche sono definite come: rappresentazioni digitali del valore; non emesse o garantite da una banca centrale o da un’autorità pubblica; non possiedono lo status giuridico di moneta o denaro; sulla base di un accordo o di una pratica effettiva possono essere accettati come monete di scambio; possono servire a fini di investimento; possono essere trasferiti, memorizzati e scambiati elettronicamente. Anche in Italia, nel corso del 2019, la Consob ha avviato una consultazione pubblica relativa alle offerte iniziali di scambi su crypto attività, www.consob.it/documents/46180/46181/doc_disc_2. Per un commento si v. CRYPTOASSETLAB, *Risposta al documento per la discussione “Le offerte iniziali e gli scambi di crypto-attività”*, in www.cryptoassetlab.diseade.unimib.it/2019/06/05/risposta-consultazione-consob.html; A. GENOVESE, *Innovazione tecnologica e trasformazione del settore finanziario tra Initial Coin offerings (ICOS) e investment crowdfunding: quali sfide per l’autorità di controllo?* in G. FINOCCHIARO, V. FALCE, *Fintech: diritti, concorrenza e regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, Bologna, 2019, 17 ss.; P. CARRIÈRE, *Possibili approcci regolatori al fenomeno dei crypto-asset; note a margine del documento di consultazione della Consob*, in www.dirittobancario.it, 17 maggio 2019; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Offerte iniziali e scambi di crypto-attività: il nuovo approccio regolatorio della Consob*, in www.dirittobancario.it, 4 aprile 2019.

con riferimento a questo diviso ambito, pur garantendo protezione ai consumatori e stabilità al sistema finanziario nel suo complesso⁶.

L'idea di partenza è che i *crypto-assets* – intesi come una delle maggiori applicazioni della tecnologia *blockchain*⁷ al mercato finanziario – possano riuscire a divenire mezzi efficienti e inclusivi sia per la raccolta di capitale per le piccole e medie imprese (SMEs), sia nell'ambito dei servizi di pagamento, grazie a una vocazione sostanzialmente transnazionale. Del resto, la stessa convinzione, circa il rilievo della c.d. *digital finance*, è stata ribadita anche dal Parlamento Europeo nelle raccomandazioni di ottobre 2020⁸.

Tuttavia, chi pensasse che questi regolamenti, anche una volta adottati, possano fornire finalmente una risposta a tutte le incertezze – per lo meno giuridiche – poste dal mondo *crypto*, è destinato a rimanere deluso in ragione, prima di tutto, del loro ambito di applicazione. Contrariamente a quanto si potrebbe pensare, infatti, le proposte mirano a regolare solo una piccola parte di questo composito settore.

Il MiCa, pur riferendosi genericamente al mercato dei *crypto-assets*, riguarda in realtà soltanto l'emissione e l'ammissione sulle piattaforme di negoziazione di alcune specifiche categorie di *token*⁹, ossia i c.d.

⁶ La forte accelerazione al processo di digitalizzazione è stata impressa anche dalla crisi pandemica. In questo senso, v. le osservazioni poste nel HM TREASURY, *UK regulatory approach to cryptoassets and stablecoins: Consultation and call for evidence*, gennaio 2021, 3, secondo cui «financial innovation has seen rapid change over recent years, accelerated further by the impact of Covid-19. Cryptoassets, offering new ways to transact, invest and store funds, have been part of this trend and could play an increasingly important role in the future. However, as will always be the case with a rapidly changing technological landscape, they also present new challenges and risks».

⁷ Si noti che spesso i termini *blockchain* e DLT vengono usati come sinonimi. L'ESMA, ad esempio, nel *Report. The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Market*, del 7 febbraio 2017, sancisce che «distributed ledger – sometimes known as “blockchains” in the case of virtual currencies – are essentially records, or ledgers, of electronic transactions, very similar to accounting ledgers». Sempre più spesso, però, la *blockchain* viene richiamata con riferimento a bitcoin.

⁸ European Parliament, 2020/2034 dell'8 ottobre 2020. Ove il Parlamento sottolinea l'importanza della *digital finance* nel processo di integrazione della Capital Market Union, data anche la spinta dovuta al prolungarsi della Pandemia da Covid-19.

⁹ In questa sede, si adotta lo stesso approccio del HM TREASURY, *UK regulatory approach to cryptoassets and stablecoins*, cit., 4, per cui «The term “token” is used

*utility tokens*¹⁰ e le *stablecoins*, che propone di distinguere in due sottocategorie, ossia gli *asset-referenced tokens* e gli *e-money tokens*¹¹.

La disciplina contenuta nel regime pilota, per parte sua, si concentra sul fenomeno della tokenizzazione di alcune limitate tipologie di strumenti finanziari tradizionali, al fine di creare una *regulatory sandbox*¹², in cui testare la funzionalità di un mercato – si badi bene di carattere esclusivamente secondario –, soggetto a vincoli particolarmente rigidi di emissione e circolazione.

L'attenzione del legislatore si focalizza, dunque, su un ambito circoscritto che, tra l'altro, sembra escludere espressamente bitcoin, quale *token* che proviene in via diretta dall'attività di *mining* come corrispettivo per il mantenimento della DLT o la validazione delle transazioni (MiCa, art. 4, par. 2, lett. b)¹³.

Per poter meglio comprendere le ragioni di una simile critica, circa la limitatezza dell'ambito preso in considerazione dalle proposte di regolamento, è necessario svolgere alcune ulteriori considerazioni di carattere generale sui *tokens*.

interchangeably with 'cryptoasset' hereafter». Per ISO, invece, *Blockchain and distributed ledger technologies. Vocabulary*, ISO 22739:2020, la definizione di *token* è intesa come a «digital asset that represents a collection of entitlements».

¹⁰ Essi vengono identificati dallo stesso MiCa esclusivamente, per esclusione, come quelli il cui contenuto non rientra nell'ambito delle *securities* e dell'*e-money*. Per una critica relativa a questa scelta definitoria, che rischia di introdurre ulteriori elementi di incertezza, v. D.A. ZETZSCHE, F. ANNUNZIATA, D.W. ARNER, R.P. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA)*, cit., 24.

¹¹ Con una soluzione ancora una volta discutibile, e che conferma la difficoltà di distinguere tra le diverse tipologie di *tokens*, l'art. 2 prevede che il MiCa non si applichi in caso di «(a) financial instruments as defined in Article 4(1), point (15), of Directive 2014/65/EU; (b) electronic money as defined in Article 2, point (2), of Directive 2009/110/EC, except where they qualify as electronic money tokens under this Regulation; (c) deposits as defined in Article 2(1), point (3), of Directive 2014/49/EU of the European Parliament and of the Council⁴⁹; (d) structured deposits as defined in Article 4(1), point (43), of Directive 2014/65/EU; (e) securitisation as defined in Article 2, point (1), of Regulation (EU) 2017/2402 of the European Parliament and of the Council».

¹² In generale su questo tema, v. M.T. PARACAMPO, *Dalle regulatory sandboxes al network dei facilitatori di innovazione tra decentramento sperimentale e condivisione europea*, in questa *Rivista*, 2019, II, 219 ss.

¹³ Naturalmente, data l'assenza di qualsiasi elemento finalizzato a stabilizzarne il valore – da cui la sua intrinseca volatilità – non può neppure essere ricondotto nella categoria delle *stablecoins*.

2. Tokens *nativi e derivati*.

Stando agli ultimi dati, attualmente, sarebbero in circolazione circa 8 mila tipologie di *crypto-assets*¹⁴, sebbene solo una ventina di loro possano considerarsi quelle di riferimento, con l'indiscusso primato di bitcoin¹⁵, che con le recenti oscillazioni di valore, ha raggiunto una capitalizzazione pari a 1.150 miliardi di dollari¹⁶.

Con riferimento alla loro natura, pur con la cautela dovuta all'incertezza definitoria, possiamo riconoscere la progressiva emersione di due diverse e fondamentali categorie di *tokens*: da una parte quelli nativi – prime fra tutte le c.d. *cryptocurrencies* tipo bitcoin ed ether –, nonché i gettoni digitali emessi nell'ambito delle c.d. *Initial Coin Offerings* (ICOs)¹⁷ che sono per l'appunto “nati” direttamente sulla *blockchain* ed esistono unicamente nella realtà DLT; dall'altra, quelli “non originari”, che derivano invece da un processo di tokenizzazione¹⁸, inteso come «the digital representation of real (physical) assets on distributed ledgers, or the issuance of traditional asset classes in tokenised form»¹⁹. In questo secondo caso, si tratta di

¹⁴ Secondo F. AMETRANO, peraltro, occorre fare molta attenzione poiché, con l'esclusione di bitcoin e di poche altre, la maggior parte delle *crypto* che si trovano in circolazione sarebbero “ciarpame”. In proposito, si v. la sua l'intervista dal titolo *Musk e bitcoin, oltre la politica dei tweet. Il mondo delle cryptovalute è tutto truffa?*, in www.smartmoney.startupitalia.eu, 2 febbraio 2021.

¹⁵ L. INCORVATI, *Sale la febbre da Bitcoin: come non scottarsi e navigare al buio*, in *Plus24 del Sole 24 ore*, 2 gennaio 2021, 8; A. GENNAI, *Un mare di crypto sul mercato*, in *Plus24 del Sole 24 ore*, 2 gennaio 2021, 9.

¹⁶ Valore toccato il 14 aprile 2021 nella giornata in cui era prevista la quotazione sul Nasdaq della piattaforma di scambio di *Coinbase*.

¹⁷ Per un approfondimento su questo istituto e per più puntuali rinvii dottrinali, v. F. MATTASSOGLIO, *Waiting for the EU... The paradoxical effect of ICOs': a national regulation for a global phenomenon*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2020, II, 348 ss.

¹⁸ Financial Stability Board (FSB), *Decentralised financial technologies: Report on financial stability, regulatory and governance implications*, 2019, in www.fsb.org/2019/06/decentralised-financialtechnologies-report-on-financial-stability-regulatory-and-governance-implications/; G. HILEMAN, M. GARRICK RAUCHS, *Global Blockchain Benchmarking Study*, 22 settembre 2017, in www.dx.doi.org/10.2139/ssrn.3040224.

¹⁹ Per questa definizione, v. OECD, *The Tokenisation of Assets and Potential Implications for Financial Markets*, OECD Blockchain Policy Series, 2020, www.oecd.org/finance/The-Tokenisation-of-Assets-and-Potential-Implications-for-

un fenomeno più recente che sfrutta la tecnologia DLT per trasformare *assets* reali, quali azioni e obbligazioni, e replicarli sui registri²⁰.

Quindi, oggi, l'ambito dei *crypto-assets* si sta ampliando con una serie di *tokens* sia nativi, sia derivati.

Queste tipologie si distinguono, tra loro, anche per la tecnologia su cui poggiano.

Le native utilizzano tendenzialmente una DLT decentralizzata (*permissionless*), ossia un sistema che garantisce la certezza di scambi e transazioni, senza la necessità di un'autorità centrale, tramite meccanismi di creazione di consenso noti, ad esempio, come *Proof of Work* o *Proof of Stake*²¹. La *blockchain* originaria, infatti, quella ideata da Satoshi Nakamoto, è *permissionless*, ossia si basa sulla "promessa" di eliminare i c.d. *middlemen*²², in altre parole «i soggetti che a livello centrale validano determinate transazioni, scambi, registri e la sostituzione degli stessi» sostituendoli «con un meccanismo di consenso basato sulla crittografia che consente a tutti i partecipanti alla rete di poter prestare fiducia sulla legittimità di una transazione, senza la necessità che la stessa sia in qualche modo validata da un soggetto centrale di natura pubblicistica o para-pubblicistica»²³.

Il vero cambio di paradigma di questa tecnologia è dunque legata all'abolizione degli intermediari, che permette una drastica riduzione dei costi e una velocizzazione delle transazioni.

Financial-Markets.htm; OECD, *Regulatory Approaches to the Tokenisation of Assets*, gennaio 2021, scaricabile dal sito www.mondovisione.com/media-and-resources/news/regulatory-approaches-to-the-tokenisation-of-assets/.

²⁰ Rientra in questo fenomeno anche la discussa categoria dei c.d. *non fungible tokens* (NFT). Su questo tema v. S. SEGNALINI, *Gli NFT sono i nuovi tulipani?*, in www.fchub.it, 29 marzo 2021.

²¹ Per quanto riguarda la tecnologia *blockchain*, v. *ex multis* S. NAKAMOTO, *Bitcoin: A Peer-to-Peer electronic Cash System*, in www.bitcoin.org/bitcoin.pdf; V. GUPTA, *The Promise of Blockchain is a World Without Middlemen*, in *Harvard Business Review*, 6 marzo 2017; M. PILKINGTON, *Blockchain Technology: Principles and Applications*, 18 settembre 2015, in *Research Handbook on Digital Transformations*, edited by F. Xavier Olleros and Majlinda Zhegu, Cheltenham, 2016, in www.ssrn.com/abstract=2662660; V. BUTERIN, *On Public and Private Blockchains*, in www.blog.ethereum.org/2015/08/07/on-public-and-private-blockchains/.

²² V. GUPTA, *The Promise of Blockchain is a World Without Middlemen*, cit.

²³ Così M. BELLEZZA, *Blockchain e Smart contract in ambito finanziario e assicurativo*, in M.T. Paracampo (a cura di), *Fintech*, cit., 311.

Le derivate, invece, utilizzano una DLT ad accesso tendenzialmente riservato (*permissioned*) che comporta comunque l'intervento di una serie più o meno ampia di soggetti cui è demandato il controllo ultimo sulla rete²⁴.

Ed è proprio a questo secondo modello che le autorità europee²⁵ paiono più interessate, soprattutto per gli sviluppi nell'ambito dei mercati finanziari, sul presupposto che «*permissioned DLTs have a number of advantages compared to permissionless systems when it comes to governance issues, scale or the risk of illicit activities, which makes them more suitable for securities markets*»²⁶.

Come avremo modo di vedere, le *permissioned DLT*²⁷ sono già ora utilizzate per la sperimentazione nell'ambito dei sistemi di *settlement* e di *trading* degli strumenti finanziari, per lo sviluppo di alcune tipologie delle già richiamate *stablecoins* e sono al centro di alcuni studi finalizzati alla creazione di valute digitali da parte dei banchieri centrali (*central banks digital currencies o CBDC*)²⁸.

Già alla luce di queste prime considerazioni, è possibile comprendere le perplessità che sorgono con riferimento a queste bozze di regolamento soprattutto perché esse lasciano fuori, dal loro perimetro di intervento, un grande numero di *crypto-assets* e soprattutto ignorano bitcoin, che pare destinato a rimanere ancora a lungo nel limbo

²⁴ Secondo R. AUER, C. MONNET, H. SONG SHIN, *Permissioned distributed ledgers and the governance of money*, in *BIS Working Papers*, n. 924, 2, secondo cui «in *permissioned DLT*, a known network of validators can update the distributed ledger via the agreement of a supermajority of the validators. The aim is to achieve agreement on the state of some data in a network of nodes that constantly exchange the underlining data file, the ledger».

²⁵ F. ANNUNZIATA, *Distributed Ledger Technology e mercato finanziario: dalle prime posizioni ESMA alle ultime proposte*, in M.T. Paracampo (a cura di), *Fintech*, cit., 330 ss.

²⁶ ESMA, *Report on DLT*, cit., 4.

²⁷ Sul tema del design della tecnologia DLT, v., in particolare, R.M. TOWNSEND, *Distributed Ledgers: Design and Regulation of Financial Infrastructure and Payment Systems*, Cambridge, 2020.

²⁸ In realtà, contrariamente a quanto si potrebbe immaginare, la tecnologia DLT costituisce solo una delle possibili soluzioni tecniche che, nel prossimo futuro, potrebbero essere utilizzate per giungere alla digitalizzazione delle monete del banchiere centrale. Sul punto v. più diffusamente *infra*.

dell'incertezza anche definitiva, al momento né strumento finanziario, né moneta²⁹.

Così facendo, però, a parere di chi scrive, si corre il rischio di trascurare proprio il cuore più dinamico di un settore in continua evoluzione.

E non solo.

Volendo anticipare alcune ulteriori conclusioni, le proposte sembrano evidenziare la tendenza, da parte del regolatore europeo, a voler selezionare e legittimare solo alcuni prodotti e processi del mondo *crypto* – in particolare la *DLT permissioned*³⁰ e il fenomeno della tokenizzazione – che si ritiene possano essere funzionali allo sviluppo del mercato finanziario, lasciando da parte il resto, ossia l'essenza più primigenia del fenomeno.

In secondo luogo, le bozze già lasciano intravedere il costante ritardo del regolatore in questo settore. I tempi della normazione, tanto più a livello europeo, sembrano incapaci di tenere il passo con l'innovazione tecnologica.

Questa sensazione pare avvalorata dalla costante accelerazione di questo mondo. Dall'agosto del 2020, infatti, più che di ICOs e *utility tokens* si sente sempre più spesso parlare di altri fenomeni che sono stati etichettati come *Decentralized Finance* (o DeFi), con essa intendendosi una “nuova classe di tecnologie distribuite” che consente di offrire «servizi come il credito, lo scambio tra assets diversi, la sottoscrizione di strumenti derivati o di copertura [che] non sono più erogati all'interno di “wallet garden” ad accesso esclusivo, ma dialogano tra loro secondo l'esecuzione bruciante di poche righe di codice»³¹.

Anche questa, pertanto, una realtà destinata a rimanere al di fuori del perimetro di attenzione del regolatore europeo, almeno stando alla formulazione della bozza attualmente a nostra disposizione.

²⁹ In proposito v. meglio *infra*.

³⁰ Sulla distinzione tra *permissioned* e *permissionless* DLT, v. ancora ESMA, *Report The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets*, cit.; OECD, *Blockchain Technology and Competition Policy*, 2018; F. ANNUNZIATA, *Distributed Ledger Technology e mercato finanziario: dalle prime posizioni ESMA alle ultime proposte*, cit., 329 ss.

³¹ *Decentralized Finance (DeFi), la blockchain rivoluziona il mondo della finanza*, in www.blockchain4innovation.it, 9 ottobre 2020.

Per poter comprendere le ragioni che hanno guidato la Commissione verso simili scelte è necessario porre alcune premesse, che attengono all'approccio regolatorio adottato nei confronti di questo ambito.

Solo dopo aver chiarito questi aspetti, sarà possibile passare, nella seconda parte, a un'analisi più puntuale della disciplina proposta dalle bozze per le diverse tipologie di *tokens* selezionate. Per evitare di ampliare troppo il discorso, il lavoro non si soffermerà sulla disciplina prevista per i prestatori di servizi di *crypto-assets*³², così come sulle regole a protezione dei consumatori e sugli abusi di mercato, presenti nel MiCa.

3. Il presupposto teorico da cui muove la Commissione: il principio di neutralità tecnologica...

Per comprendere il presupposto teorico da cui muove la Commissione, è utile richiamare, prima di tutto, i reports che EBA ed ESMA hanno pubblicato nel 2019 e che costituiscono, come si è già anticipato, passaggi fondamentali nel lavoro di preparazione ai documenti di cui oggi qui si discute.

Fin dalle prime battute, le due autorità europee hanno sottolineato come il panorama di *assets* che poggiava sulla tecnologia DLT fosse già, nel corso del 2018, assai composito. Tuttavia, era fin da allora evidente la tendenza a far emergere la differenza tra le *cryptocurrencies* tipo bitcoin³³ e, dall'altra, i *tokens*, emessi per lo più tramite ICO, quale

³² L'art. 3 ricomprende tra i servizi: «(a) the custody and administration of crypto-assets on behalf of third parties; (b) the operation of a trading platform for crypto-assets; (c) the exchange of crypto-assets for fiat currency that is legal tender; (d) the exchange of crypto-assets for other crypto-assets; (e) the execution of orders for crypto-assets on behalf of third parties; (f) placing of crypto-assets; (g) the reception and transmission of orders for crypto-assets on behalf of third parties; (h) providing advice on crypto-assets». Il MiCa, nel Titolo V, si sofferma sulla disciplina relativa all'autorizzazione e alle condizioni di operatività per i prestatori di servizi, per cui si prevede la creazione di un registro da parte dell'ESMA oltre a obblighi informativi rafforzati in caso di attività *cross-border*.

³³ ESMA, *Report*, cit., 19, ove si precisa che «Noteworthy, the results reflected below should not be extrapolated to the entire crypto-asset universe. In particular, payment-type crypto-assets, like the Bitcoin which accounts for around half of the total market value of crypto-assets, are not represented in the survey sample».

nuova forma di raccolta di capitale, che potevano assumere diverse fisionomie a seconda delle specifiche caratteristiche.

Mentre per le prime ci si è per lo più affrettati a evidenziarne la differenza rispetto alle tradizionali categorie giuridiche, lanciando allarmi per mettere in guardia gli investitori³⁴, le seconde hanno da subito attratto l'attenzione delle autorità di vigilanza, che – in ossequio al principio di neutralità tecnologica³⁵ –, hanno proceduto a vagliare le caratteristiche dei *tokens* emessi, sulla base della normativa esistente, per cercare di ricondurli nell'ambito della nozione di strumento finanziario (ex MIFID2³⁶), di moneta elettronica (ex EMD2³⁷), o di fondo (ex PSD2³⁸) e, dunque, attrarli sotto la copertura della rispettiva disciplina³⁹.

³⁴ *Ex multis*, per una posizione molto critica nei confronti delle *cryptocurrencies* tipo bitcoin, v. A. CAPONERA, C. GOLLA, *Aspetti economici e regolamentari delle «cripto-attività»*, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)* Numero 484, Marzo 2019, in www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2019-0484/QEF_484_19.pdf.

³⁵ Principio che impone di assicurare che attività simili siano assoggettate alle stesse regole o a medesimi standard. Per una sua critica, v. F. MATTASSOGLIO, *Algoritmi e regolazione. Circa i limiti del principio di neutralità tecnologica*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2018, II, 226 ss.

³⁶ La dir. 2014/65/UE, del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE, non fornisce una definizione di strumento finanziario ma si limita a rinviare all'I sez. C che contiene un elenco dei singoli prodotti.

³⁷ Secondo l'art. 2, punto 2, della Dir. 2009/110/EC, «moneta elettronica» è «il valore monetario memorizzato elettronicamente, ivi inclusa la memorizzazione magnetica, rappresentato da un credito nei confronti dell'emittente che sia emesso dietro ricevimento di fondi per effettuare operazioni di pagamento ai sensi dell'articolo 4, punto 5), della direttiva 2007/64/CE e che sia accettato da persone fisiche o giuridiche diverse dall'emittente di moneta elettronica».

³⁸ L'art. 4, par. 25 della Dir. (UE) 2015/2366 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, definisce i fondi come «banconote e monete, moneta scritturale o moneta elettronica quale definita all'articolo 2, punto 2), della direttiva 2009/110/CE».

³⁹ La prima autorità a inaugurare questa tassonomia è stata la svizzera FINMA nel suo *Practical Guide for the treatment of requests concerning subjection with reference to initial coin offering*, pubblicato il 16 febbraio 2018, su www.finma.ch/it/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung.

In particolare, secondo le ricostruzioni più condivise dalla dottrina, nell'ambito delle emissioni di ICOs sarebbero distinguibili per lo meno 4 diverse tipologie di *tokens*: 1) i c.d. *currency/payment*; 2) gli *investment/security/financial*; 3) gli *utility*⁴⁰; e 4) gli *hybrid*.

In questo senso, la decisione della *Securities and Exchange Commission* (SEC), nel caso DAO⁴¹, ha costituito un passaggio fondamentale, poiché ha riconosciuto la natura di *securities* ai *tokens*⁴², nonostante il diverso supporto tecnologico. Da quel momento, si è così diffusa la prassi, condivisa anche dalla nostra Commissione Nazionale per le società e la borsa (CONSOB), di intervenire per bloccare tutte quelle iniziative di offerte di *tokens* che, per le loro caratteristiche, potessero essere assimilate a strumenti finanziari.

Da questa impostazione discende un'importante conseguenza, ossia che le uniche categorie sostanzialmente prive di regolazione, sarebbero soltanto quelle degli *utility* e degli *hybrids tokens*⁴³.

⁴⁰ Un esempio in tal senso può essere costituito da *Filecoin*. A questo proposito, v. F. ANNUNZIATA, *Speak, If You Can: What Are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings*, disponibile in www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=333248, 22.

⁴¹ In questo caso, la SEC ha riconosciuto che i *tokens* fossero *securities*, nel rispetto dei requisiti di cui alla *Section 2(a)(1)* del *Securities Act* e *Section 3(a)(10)* of the *Exchange Act*. In particolare, essi avrebbero costituito un “*investment contracts*” inteso come «an investment of money in a common enterprise with a reasonable expectation of profits to be derived from the entrepreneurial or managerial efforts of others», così 15 U.S.C. §§ 77b-77c.

⁴² In quel caso, l'iniziativa era stata lanciata dalla Slock.it UG, una società tedesca ideata per creare e gestire una serie di assets attraverso l'offerta di *tokens* agli investitori, che a loro volta, sarebbero stati investiti nel finanziamento di progetti selezionati dalla società stessa. Durante il primo mese, DAO era stata in grado di raccogliere più di 1.15 miliardi di *tokens* a fronte di oltre 12 milioni di ether, sul punto v. SEC, *Securities Exchange Act of 1934*, Release No. 81207/July 25, 2017, *Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO*, disponibile www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf. Per un commento, v. R. DAMBRE, *Initial Coin Offerings and U.S. Securities Regulation: Challenges and Perspective*, consultabile alla pagina www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=318735.

⁴³ Per una diversa classificazione, v. A. BURNIE, J. BURNIE, A. HENDERSON, *Developing a Cryptocurrency Assessment Framework: Function over Form*, 2018, in ISSN 2379-5980 (online) DOI 10.5915/LEDGER.2018.121. Gli autori propongono di distinguere tra i c.d. *crypto-transaction tokens* (veri e propri sostituti del denaro); i

Non è un caso, dunque, che il MiCa scelga di concentrare la propria attenzione proprio sugli *utility*, lasciando invece fuori dal suo perimetro di intervento l'emissione di *security tokens*, idealmente già coperti dalla disciplina tradizionale sugli strumenti finanziari.

Tuttavia, l'esperienza empirica degli ultimi anni sembra aver confermato non solo che la presunta natura di *utility tokens* sia spesso stata usata dagli emittenti più che altro per sfuggire alle regole previste per le *securities* (prima fra tutte l'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo)⁴⁴, ma soprattutto che il fenomeno delle ICOs, dopo un picco di interesse che ha raggiunto il culmine nel 2018, sia ormai in fase di abbandono, per altre forme ancor più innovative di investimento.

Un simile modello di raccolta di fondi, infatti, ha sfruttato la sostanziale assenza di regole, mentre con l'attenzione del regolatore, i casi di ICOs si sono drasticamente ridotti.

Da questa prospettiva, può essere dunque legittimo interrogarsi circa l'effettivo impatto che una normativa in questo ambito potrà avere.

3.1. ...e la sua critica: cenni.

Al di là però del profilo attinente agli *utility tokens*, evidenti sono i limiti di quest'impostazione, che poggia sul principio di neutralità tecnologica.

In primo luogo, essa impone un approccio *case-by-case*⁴⁵, ossia la necessità di verificare di volta in volta a quale categoria dovrebbe essere ricondotto il singolo *token*, prima di poter individuare la disciplina di riferimento, rischiando dunque di aumentare la situazione di incertezza. Una dimostrazione di questo pericolo è ben evidente nello stesso regolamento che impone, come vedremo, agli emittenti di giustificare la natura del *crypto-asset* da loro emesso, e quindi l'applicabilità del

c.d. *crypto-fuel tokens* (che costituiscono applicazioni generiche della blockchain); and *crypto-voucher tokens* (che possono essere scambiati con uno specifico asset).

⁴⁴ Come è noto, secondo l'impostazione seguita da Consob, perché una proposta possa considerarsi di natura finanziaria sono necessari tre diversi elementi: un impiego di capitale, una promessa/prospettiva di investimento e un rischio correlato all'impiego del capitale. *Ex multis*, v. da ultimo Consob Comunicazione n. 0385340 del 28 aprile 2020.

⁴⁵ Su questi profili, v. A. BURNIE ET AL., *Developing a Cryptocurrency Assessment Framework: Function over Form*, in *Ledger Journal*, 2018, Vol. 3, in ledgerjournal.org/ojs/index.php/ledger/article/view/121.

MiCa, dichiarando che non sussistono le caratteristiche di uno strumento finanziario, di una moneta elettronica o di un deposito⁴⁶.

In secondo luogo, essa non considera l'estrema difficoltà di perimetrazione della nozione di strumento finanziario e della stessa moneta. Come è noto, infatti, manca tuttora una comune definizione europea, posto che la stessa MIFID2 ha lasciato ai singoli paesi membri ampia libertà in merito al suo recepimento. La stessa problematicità si annida del resto nell'individuazione di un concetto condiviso di moneta e di strumenti di pagamento⁴⁷.

In terzo luogo, una simile impostazione, che ritiene idonea la disciplina tradizionale di strumenti finanziari o di pagamento, non considera le peculiarità e i rischi che sono connessi a queste nuove tipologie di "prodotti". Del resto, già l'ESMA nel suo report aveva messo in luce come la mera applicazione della normativa finanziaria esistente rischiasse di non essere adeguata ad affrontare le specificità poste da questo fenomeno⁴⁸.

⁴⁶ L'art. 17 prevede che gli emittenti di *utility tokens* debbano presentare, unitamente alla notificazione del white paper anche una dichiarazione relativa al fatto che il crypto-asset offerto non può essere considerato: «(a) a financial instrument as defined in Article 4(1), point (15), of Directive 2014/65/EU; (b) electronic money as defined in in Article 2, point 2, of Directive 2009/110/EC; (c) a deposit as defined in Article 2(1), point (3), of Directive 2014/49/EU; (d) a structured deposit as defined in Article 4(1), point (43), of Directive 2014/65/EU». L'art. 16, con riferimento agli asset-referenced tokens, impone invece di presentare, ai fini dell'autorizzazione all'emissione anche «(d) a legal opinion that the asset-referenced tokens do not qualify as financial instruments, electronic money, deposits or structured deposits».

⁴⁷ Un cenno a questo aspetto è fatto anche dalla Banca Centrale Europea nella sua, *Opinion of the European Central Bank of 19 February 2021 on a proposal for a regulation on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937 (CON/2021/4)*, 2, consultabile alla pagina www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/en_con_2021_4_f_sign~ae64135b95.pdf.

⁴⁸ ESMA, *Report*, cit., 5 ove si precisa che «Where crypto-assets qualify as transferable securities or other types of MiFID financial instruments, a full set of EU financial rules, including the Prospectus Directive, the Transparency Directive, MiFID II, the Market Abuse Directive, the Short Selling Regulation, the Central Securities Depositories Regulation and the Settlement Finality Directive, are likely to apply to their issuer and/or firms providing investment services/activities to those instruments. However, ESMA has identified a number of gaps and issues in the existing regulatory framework when applied to crypto-assets. In particular, some of the risks that are specific to their underlying technology may be left unaddressed. Meanwhile certain existing requirements may not be easily applied or may not be

Di conseguenza, a parere di chi scrive, se è senz'altro ammirevole lo sforzo del legislatore europeo di introdurre una disciplina *ad hoc* per l'emissione e la negoziazione su piattaforme di *utility* e *stablecoins*, essa è tuttora troppo limitata, mentre dovrebbe essere estesa, pur con le opportune specificità, a tutti i *tokens* (*security*, *payment* o *hybrid*), finanche alle *cryptocurrencies* tipo bitcoin.

Già in altra sede, infatti, si è sostenuto che l'emissione e la circolazione di gettoni digitali basati su tecnologie distribuite, soprattutto se di tipo *permissionless*, meriterebbero di essere assoggettate a una regolazione *ad hoc* in grado di bilanciare i diversi interessi e rischi coinvolti al fine di garantire gli investimenti e la protezione dei clienti, poiché si ritiene che la disciplina tradizionale non sia in grado di gestire adeguatamente il fenomeno *tokens*, indipendentemente dalla loro classificazione.

Ma su questo punto avremo modo di tornare più diffusamente in seguito, ora preme passare a considerare le misure proposte dalle due bozze di regolamento.

4. *La regolazione ad hoc per i crypto-assets proposta dal MiCa.*

Dato atto del presupposto concettuale da cui muove la Commissione, è ora possibile tornare a focalizzare l'attenzione sulla disciplina *ad hoc* proposta dal MiCa che nel complesso può essere etichettata come graduale e ibrida (Titoli I-IV).

Graduale perché suggerisce un regime minimale per gli *utility tokens*, che diviene più rigido per gli *asset reference tokens* e poi ulteriormente aggravato nel caso degli *e-money*.

Ibrida perché cerca di combinare elementi caratteristici della disciplina dei soggetti che emettono moneta, come requisiti minimi patrimoniali, obblighi di riserve⁴⁹ e redimibilità, con altri propri invece della regolazione in materia di strumenti finanziari, si pensi ad esempio alla necessità di pubblicazione, per tutte e tre le fattispecie, di un *white paper* (wp), che evoca la funzione del prospetto informativo.

entirely relevant in a DLT framework». In questo senso, la stessa proposta di disciplina, contenuta nel regolamento per le *stablecoins*, sembra allinearsi a questa impostazione, finendo per confermare l'inadeguatezza del regime tradizionale della moneta per gestire i rischi a essa correlati.

⁴⁹ *E-money directive*.

Il regolamento formalizza, infatti, l'obbligo di predisporre il wp, ossia quel documento spesso superficiale e incompleto che è divenuto, nella prassi, una costante delle ICOs e che secondo gli studi⁵⁰ avrebbe contribuito alle probabilità di successo nella raccolta di fondi.

Esso si candida così a divenire l'atto informativo ufficiale delle offerte di *crypto-assets*, in contrapposizione con il tradizionale prospetto informativo. Non a caso il regolamento ribadisce più volte la diversità tra i due testi. Oltre a questo, il regolamento punta a disciplinare anche il differente ma comunque collegato aspetto della *marketing communications*.

4.1. *La disciplina proposta dal MiCa per gli utility tokens.*

Nell'ambito della proposta di regolamento, gli *utility tokens* sono intesi come «a type of cryptoasset which is intended to provide access to a good or service, available on DLT, and is only accepted by the issuer of a token»⁵¹. In altre parole, si tratta di quella categoria di gettoni digitali che, diversamente dagli strumenti finanziari, offrono al potenziale acquirente il solo diritto a godere di un bene o a usufruire di un servizio da parte dell'emittente.

Circa gli *utility tokens*, nonché in generale sull'istituto delle ICOs, abbiamo già avuto modo di esprimere, in passato, molto scetticismo⁵².

Accantonando queste perplessità e passando alla disciplina, il titolo II introduce per questa categoria alcune regole minimali – soprattutto se confrontate con quelle previste per le *stablecoins* – che devono essere

⁵⁰ D. FLORYSIK, A. SCHANDLBAUER, *The Information Content of ICO White Paper*, in www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3265007C; C. FISCH, *Initial Coin Offerings (ICOs) to Finance New Ventures*, in *Journal of Business Venturing*, January 2019, Vol. 34, Iss. 1, 1-22.; V. BUTERIN, *Ethereum White Paper, A Next Generation Smart Contract & Decentralized Application Platform*, disponibile in www.cryptorating.eu/whitepapers/Ethereum/Ethereum_white_paper.pdf.

⁵¹ Come si è anticipato, anche la Francia ha già adottato una disciplina specifica proprio per le offerte dei c.d. *jeton d'usage*, con la legge n. 2019-486, del 23 maggio 2019 (c.d. PACTE Law). Per un commento v. R. WOLFSON, *Francia: arriva la prima ICO approvata dal regolatore finanziario del Paese*, in www.it.cointelegraph.com/news/frances-financial-regulator-grants-countrys-first-approval-for-an-initialcoin-offering.

⁵² Sul punto v. ancora F. MATTASSOGLIO, *Waiting for the EU... The paradoxical effect of ICOs': a national regulation for a global phenomenon*, cit., 348 ss.

rispettate per l'offerta al pubblico o per l'accesso alle negoziazioni su una piattaforma di trading. In virtù della formulazione dell'art. 4, par. 2, sono peraltro esclusi dall'applicazione di queste regole, i casi di emissione inferiori al valore di 1 milione di euro, durante l'arco di 12 mesi (così come le offerte gratuite); siano indirizzate a meno di 150 persone o a investitori esclusivamente professionali; ovvero, come già si è ricordato, provengano direttamente dall'attività di *mining* come corrispettivo per il mantenimento della DLT o la validazione delle transazioni; o, infine riguardino cd. *crypto-assets* unici, ossia non fungibili con altri *crypto-asset*.

Nelle ipotesi incluse nel perimetro del regolamento, l'emittente ha, prima di tutto, l'obbligo di costituire una *legal entity*, al fine di identificare un soggetto responsabile per l'operazione di emissione, che è tenuta ad adempiere a una serie di obblighi generali di buona condotta (art. 13) e a rispondere circa le informazioni contenute nel *white paper* (art. 14).

L'art. 5 elenca gli elementi che debbono essere obbligatoriamente contenuti nel wp, in modo da rendere più chiara la proposta per gli investitori. Tra questi si può ricordare oltre alla necessità che il documento sia firmato dall'emittente⁵³, anche il dovere di fornire informazioni sull'emittente stesso e sul progetto.

Gli aspetti più peculiari di questa fattispecie riguardano l'obbligo dell'emittente di dare dettagliate indicazioni sul tipo di *utility token* offerto, nonché sulle caratteristiche dell'offerta, ivi incluso il numero di gettoni che saranno emessi e il prezzo di sottoscrizione. Particolare importanza acquista anche la descrizione dei diritti e obblighi connessi ai *tokens*; alla tecnologia e agli standard impiegati per la loro offerta, conservazione e trasferimento.

Per facilitare la comprensione degli investitori, il regolamento prevede altresì che il wp contenga un sommario che riporti, sempre in modo chiaro, le informazioni chiave relative all'offerta o alla richiesta di ammissione su una piattaforma di trading.

Nel documento deve essere chiarito che i *tokens* potrebbero perdere il loro valore sia in tutto, sia in parte; che potrebbero divenire poco liquidi, non trasferibili o non scambiabili con il bene o servizio

⁵³ L'art. 5, par. 11, attribuisce all'ESMA, sentita l'EBA, il potere di adottare standard tecnici relativi al contenuto del wp.

promesso, qualora il progetto dovesse fallire. Il par 3, dell'art. 5 prevede poi che il wp debba contenere anche la seguente precisazione che «The issuer of the crypto-assets is solely responsible for the content of this crypto-asset white paper. This crypto-asset white paper has not been reviewed or approved by any competent authority in any Member State of the European Union».

Con riferimento alle *marketing communications*, l'art. 6 impone che esse siano sempre chiaramente riconoscibili, con contenuti veritieri, chiari e non fraintendibili, che trovino riscontro nel wp pubblicato e reso disponibile.

Il documento deve essere semplicemente notificato all'autorità competente (art. 7) 20 giorni prima della sua pubblicazione (art. 8), precisando verso quali Paesi l'emittente avrà intenzione di rivolgere l'offerta. In questo caso, infatti e a differenza di quanto vedremo per le altre due categorie di *token*, il wp non necessita di autorizzazione da parte del vigilante pubblico, secondo una scelta che è già stata oggetto di critiche da parte dei primi commentatori, soprattutto qualora intervengano successive modifiche al documento⁵⁴.

Si noti che nella notificazione, l'emittente deve chiarire anche perché il *token* non dovrebbe rientrare in nessuna delle categorie espressamente escluse dall'ambito di applicazione del regolamento, ossia strumenti finanziari, moneta elettronica, etc⁵⁵.

Al fine di tutelare gli investitori, il regolamento sancisce, all'art. 12, il diritto di recesso, da esercitare entro 14 giorni, da parte di chiunque abbia acquistato i gettoni direttamente dall'emittente o da un *provider*.

Nell'insieme, pertanto, il regolamento propone di introdurre, per l'emissione di *utility*, una disciplina snella che poggia su alcune regole minimali di trasparenza e buona condotta.

4.2. *Le stablecoins: alcune precisazioni di carattere generale.*

Ben più cruciale e invasiva, rispetto a quella per gli *utility token*, è la disciplina dedicata alle *stablecoins*, intese come quella particolare

⁵⁴ D.A. ZETSCHE, F. ANNUNZIATA, D.W. ARNER, R.P. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA)*, cit., 13.

⁵⁵ L'art. 5, comma 3, precisa che qualora l'offerta abbia a oggetto *utility tokens* finalizzati a godere di un servizio che non è ancora operativo, questa non potrà durare più di 12 mesi.

categoria di *crypto-asset* che mantiene stabile il proprio valore⁵⁶ grazie all'aggancio con altri specifici *assets* o a un paniere composito di questi. Caratteristica che li rende potenzialmente idonei a costituire strumenti di pagamento alternativi rispetto alla moneta legale e che oggi, soprattutto dopo il tentativo di lancio della famosa Libra, la *cryptovaluta* proposta da Facebook, hanno suscitato la reazione e l'attenzione delle autorità di vigilanza di tutto il mondo⁵⁷.

Come si è già anticipato, infatti, per lo meno fino al 2018⁵⁸, erano poche le tipologie di *tokens* che potessero essere chiaramente ricondotte nell'ambito degli strumenti di pagamento⁵⁹. Secondo gli studi, al limite, si sarebbero potute riconoscere solo alcune tipologie di *asset* di natura

⁵⁶ Come mette in luce lo stesso FSB (*Regulation, Supervision and Oversight of "Global Stablecoin" Arrangements*, Final Report, ottobre 2020), da questo punto di vista, si possono trovare prima di tutto della *stablecoins* che collegano il proprio valore ad *asset* fisici o finanziari, ivi inclusi altri *crypto-assets*. Attualmente tra gli *asset reference token*, ancorati a *commodities*, più diffusi sul mercato, vi è Digix Gold, che come dice il nome usa l'oro come *asset* di riferimento. In questo caso, un *token* equivale a un grammo d'oro, le cui riserve sono custodite alla *Safe House* di Singapore, che poggia sulla *blockchain* di *Etherium* (ERC-20). A seconda dei beni di riferimento, si possono così individuare *stablecoins* c.d. *currency-based*, *financial instrument-based*, *commodity-based* e *crypto asset-based*. Molta varietà si rinviene anche dal punto di vista dei meccanismi di stabilizzazione. In alcuni casi, ad esempio, si possono trovare delle strutture di acquisto e rimborso, nonché arbitraggi. In alcuni modelli, ad esempio, il possessore di SC può o meno avere un vero e proprio diritto di rimborso nei confronti dell'emittente o verso le riserve. Anche le riserve, infatti, costituiscono un profilo di particolare interesse che contribuisce a caratterizzare ulteriormente la singola SC: esse possono essere destinate a soddisfare le eventuali pretese risarcitorie degli utenti, così come godere della disciplina a tutela dei consumatori e di altri meccanismi di garanzia.

Una diversa categoria è invece costituita dalle c.d. *algorithmic stablecoin* che utilizzano, per l'appunto, un algoritmo per la loro stabilizzazione. Tendenzialmente, questa tipologia è considerata come a se stante.

⁵⁷ Non è certo questa la sede per indulgere sul tormentato tentativo di Facebook che potrebbe vedere il lancio, nel 2021, della nuova *crypto* Diem (al posto di Libra). In dottrina, *ex multis*, v. D.A. ZETZSCHE, R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, *Regulating Libra. The Transformative Potential of Facebook's Cryptocurrency and Possible Regulatory Responses*, in www.ssrn.com/abstract=341440.

⁵⁸ Anno ricompreso nell'analisi dei due Report di ESMA ed EBA più volte richiamati.

⁵⁹ Sia nell'ambito che al di fuori di una ICO, intesa come offerta di gettoni finalizzata a finanziare un progetto imprenditoriale ancora in fase di start-up.

ibrida, come per l'appunto bitcoin⁶⁰ e altre *cryptocurrencies*, che però sono sempre state considerate molto diverse dai tradizionali strumenti di pagamento e di scambio⁶¹.

Conseguentemente, anche la dottrina aveva inizialmente prestato poca attenzione a questa tipologia, preferendo concentrarsi sul ben più vasto ambito dei *tokens* aventi natura finanziaria, maggiormente utilizzati soprattutto nell'ambito delle ICOs.

Oggi, però, a distanza di pochi anni, la situazione è radicalmente mutata e fin dal giugno 2019⁶², il G20 ha dato mandato al Financial Stability Board (FSB) di analizzare le questioni – al momento solo potenziali – sollevate dalle Global Stable Coins⁶³ (GSC), al fine di

⁶⁰ Su questo aspetto v. in particolare, N. AGRAWAL, *SEC Chairman Clayton: Bitcoin Is Not a Security*, 2018, consultabile alla pagina www.coincenter.org/link/sec-chairman-clayton-bitcoin-is-not-a-security.

⁶¹ Questa, del resto, è la posizione assunta anche dall'EBA che ha sempre chiaramente affermato che «virtual currencies should not be confused with 'electronic money' within the scope of EMD2 or 'funds' within the scope of PSD2» (5), così EBA, *Crypto-Assets Report*, cit. «Crypto-assets are not recognized in any of the Member States or by the European Central Bank as fiat money (i.e. value designated as legal tender, typically in the form of notes or coins), 'deposits' or as 'other repayable funds', as referred to in point (1) of Article 4(1) of the CRR» (EBA, *Report*, cit., 12). Con riferimento alla disciplina posta dalla PSD2, l'EBA aveva invece precisato che «Crypto-assets are not banknotes, coins or scriptural money. For this reason, crypto-assets do not fall within the definition of 'funds' set out in point (25) of Article 4 of the PSD2 unless they qualify as 'electronic money' for the purposes of the EMD2». In dottrina, v. N. DAMODARAN APPUKUTTAN, *The Bitcoin Innovation, Crypto Currencies and the Leviathan*, in *Innovation and Development*, 2018, in www.doi.org/10.1080/2157930X.2018.1502249.

⁶² L'appello è stato altresì ribadito dal G20 nel febbraio 2020.

⁶³ A sua volta, la qualificazione di "globale" si riferisce «a specific category of crypto-assets which have the potential to enhance the efficiency of the provision of financial services, but may also generate risks to financial stability, particularly if they are adopted at a significant scale», così, FSB, *Regulation, Supervision and Oversight of "Global Stablecoin" Arrangements*, cit., 1; FSB, *Addressing the regulatory, supervisory and oversight challenges raised by "global stablecoin" arrangements, Consultative document*, 2020, www.fsb.org/2020/04/addressing-the-regulatory-supervisory-and-oversight-challenges-raised-by-global-stablecoin-arrangements-consultative-document/. Anche dal punto di vista operativo, le SC possono presentare soluzioni molto diverse le une dalle altre. Il perno consiste in un registro che certifica la titolarità delle valute e i loro scambi, che a sua volta può poggiare su una tecnologia distribuita, ossia operare in maniera decentralizzata grazie alla DLT, senza un'autorità

predisporre una risposta comune, che tenesse altresì conto delle peculiarità dei paesi emergenti e in via di sviluppo.

La maggior parte delle autorità concorda sul fatto che questi rischi siano soltanto potenziali, ma teme che la situazione possa velocemente cambiare nel prossimo futuro.

È naturale, dunque, che vi sia un atteggiamento estremamente cauto nei confronti di questo fenomeno. Se da una parte, infatti, esse potrebbero rendere il sistema dei pagamenti maggiormente efficiente, soprattutto dal punto di vista delle transazioni *cross-boarder*, nonché facilitare il profilo dell'inclusione finanziaria⁶⁴, dall'altra esse potrebbero comportare notevoli rischi⁶⁵.

In ragione di queste preoccupazioni, il FSB ha suggerito l'introduzione di un quadro normativo e di vigilanza in cui collocare simili strumenti, ponendo attenzione non solo al profilo nazionale, ma altresì a un comune approccio a livello internazionale in modo che si possa scongiurare il rischio di arbitraggi regolamentari⁶⁶.

Alla luce di questo contesto, la disciplina proposta dal MiCa, in materia di *asset-referenced* ed *e-money tokens*, rappresenta la risposta

centrale. In alcuni casi, vi può invece essere una o più entità che possono controllare le attività e progettare i codici e i protocolli da seguire.

⁶⁴ Questo secondo aspetto vale soprattutto per i paesi ancora in via di sviluppo o quanto meno con basso livello di bancarizzazione. Per un'attenta analisi circa il diverso impatto che gli strumenti di pagamento che poggiano sulla DLT potrebbero avere tra Paesi più avanzati e in via di sviluppo, v. BANK OF CANADA, *Contingency Planning for a Central Bank Digital Currency*, in www.bankofcanada.ca/2020/02/contingency-planning-central-bank-digital-currency/.

⁶⁵ Il FSB richiama espressamente i rischi relativi al riciclaggio di denaro e finanziamento del terrorismo; all'impatto sulla *governance* di sistemi potenzialmente decentralizzati; meccanismi di stabilizzazione e ammortamento che potrebbero causare rischi di mercato, di liquidità e di credito; infine, i pericoli legati più propriamente alla tecnologia.

⁶⁶ Il lavoro del FSB si è così tradotto in 10 raccomandazioni che dovrebbero essere soprattutto destinate alle GSCs, ma che potrebbero essere altresì utilizzate anche per tutte le SC. In proposito, è rilevante notare come il report non si soffermi su alcuni dei profili che, fin dall'inizio, sono stati ritenuti di particolare importanza quale l'AML/CFT, data privacy, cyber security, protezione dei consumatori e tutela della concorrenza, per concentrarsi esclusivamente sul versante della stabilità finanziaria, così FSB, *Regulation, Supervision and Oversight of "Global Stablecoin" Arrangements*, 13 ottobre 2020, www.fsb.org/2020/10/regulation-supervision-and-oversight-of-global-stablecoin-arrangements.

del regolatore europeo⁶⁷ alla nascita di *stablecoins*⁶⁸ private che rischiano di insidiare il monopolio pubblico sulla moneta⁶⁹.

Questo è dunque, al momento, il fronte più caldo della battaglia che si sta svolgendo tra mondo *crypto* e tradizionale⁷⁰ come testimonia

⁶⁷ In tema, si veda anche il *consultation and call for advices* lanciato dalla Gran Bretagna, finalizzato a indagare la possibilità di introdurre una disciplina specifica proprio per le *stablecoins*, in www.assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/950206/HM_Treasury_Cryptoasset_and_Stablecoin_consultation.pdf.

⁶⁸ Tra i documenti di autorità finanziarie che si sono occupati del tema, oltre a quelli già richiamati nelle note precedenti, v., *ex multis*: G7 WORKING GROUP ON STABLECOINS, *Investigating the impact of global stablecoins*, ottobre 2019, www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/5f8c26f2-a2cd-4685-ba82-fa9e4d4e5d67/files/d10fb97f-a9a6-472b-842a-8b279e8863c4; BASEL COMMITTEE ON FINANCIAL SUPERVISION, *Designing a prudential treatment for crypto assets, Discussion paper*, 2019, in www.bis.org/bcbs/publ/d490.htm; IOSCO, *Global Stablecoin Initiatives*, OR01/2020, March 2020, in www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD650.pdf; FINANCIAL ACTION TASK FORCE, (FATF), *Report to G20 on So-called Stablecoins*, giugno 2020, in www.fatfgafi.org/media/fatf/documents/recommendations/Virtual-Assets-FATF-Report-G20-So-Called-Stablecoins.pdf.

⁶⁹ Non è certo questa la sede per poter affrontare in modo approfondito il concetto di moneta intesa come una particolare forma di promessa di pagamento, che svolge 3 funzioni fondamentali nella società: riserva di valore, strumento di scambio, unità di conto. In altre parole, la moneta è una convenzione sociale, che non può e non deve perdere il proprio valore, salvo perdere qualsiasi utilità. Su questo tema, v. M. MCLEAY, A. RADIA, R. THOMAS, *Money in the modern economy: an introduction*, *Bank of England Quarterly Bulletin 2014 Q1*, in www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2014/q1/money-in-the-modern-economy-an-introduction.

⁷⁰ Naturalmente il discorso, che qui stiamo svolgendo, è profondamente condizionato dalla trasformazione che sta subendo l'intero settore dei pagamenti, connesso alla progressiva perdita di importanza del contante. Al momento, infatti, sebbene il valore totale delle banconote circolanti nell'economia reale rimanga quasi sempre elevato, le persone sempre più spesso ricorrono a metodi alternativi di pagamento. Secondo alcuni studi, l'utilizzo del contante in dieci anni, dal 2008-2018, sarebbe sceso dal 60 al 28%, con una prospettiva di ulteriore discesa fino al 9% entro il 2028. Per questi dati v. UK FINANCE, *UK Payments Market Summary*, 2020, www.ukfinance.org.uk/system/files/UK-Payment-Markets-Report-2020-SUMMARY.pdf. In Paesi come la Svezia e la Norvegia, poi, questa tendenza è già molto più accentuata. Alla diminuzione dell'utilizzo del contante come mezzo di pagamento, si è contrapposta la crescita di sistemi di pagamento al dettaglio che poggiano sui trasferimenti tra i conti deposito e l'uso di carte di credito o di debito. È, dunque, in questo contesto che deve essere inquadrato il fenomeno delle *stablecoins*.

l'attenzione a esse dedicato da parte della Commissione Europea e spiega anche la ragione per cui le autorità monetarie⁷¹ della maggior parte dei Paesi stia cominciando a intraprendere un percorso destinato a concludersi con la nascita delle c.d. *Central Banks Digital Currencies* (CBDC)⁷².

4.2.1. *La disciplina proposta per gli asset-referenced tokens.*

Ciò premesso, è ora possibile passare a considerare la disciplina posta dal MiCa che, come si è più volte ricordato, propone di introdurre due diversi tipi di *stable*, a seconda dei beni impiegati per la stabilizzazione, che consentirebbero così ai *tokens* di divenire strumento di pagamento per l'acquisto di beni e servizi o mezzo di conservazione del valore⁷³. In questa prospettiva, la bozza di regolamento cerca di trovare un punto di equilibrio tra le esigenze di

Per un commento, v. F. ERLANDSSON, G. GUIBOURG, *Times are changing and so are payment patterns*, Sveriges Riksbank, 2018, in www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/ekonomiska-kommentarer/engelska/2018/times-are-changing-and-so-are-payment-patterns.pdf.

⁷¹ Per un approfondimento sul tema, v. T. ADRIAN, T. MANCINI-GRIFFOLI, *The Rise of Digital Money*, International Monetary Fund, luglio 2019, in www.imf.org/en/Publications/fintech-notes/Issues/2019/07/12/The-Rise-of-Digital-Money-47097; J.G. ALLEN, M. RAUCHS, A. BLANDIN, K. BEAR, *Legal and Regulatory Considerations for Digital Assets*, CCAF, ottobre 2020, in www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/10/2020-ccaf-legal-regulatory-considerations-report.pdf; R. AUER, G. CORNELLI, J. FROST, *Rise of the central bank digital currencies: drivers, approaches and technologies*, Bank for International Settlements, agosto 2020, in www.bis.org/publ/work880.htm; U. BINDSEIL, *Tiered CBDC and the financial system*, ECB Working Paper 2351, European Central Bank, www.ssrn.com/abstract=3513422, 2020; P. SANDNER, J. GROSS, L. GRALE, P. SCHULDEN, *The Digital Programmable Euro, Libra and CBDC: Implications for European Banks*, München, 2020.

⁷² O. WARD, S. ROCHEMONT, *Understanding Central Bank Digital Currencies*, in www.actuaries.org.uk/system/files/field/document/Understanding%20CBDCs%20Final%20-%20disc.pdf.

⁷³ La stessa BCE ha sottolineato questo aspetto precisando come evidente sia l'intento del MiCa di utilizzare «the terms asset-referenced tokens and e-money tokens ..., in whole or in part, as money substitutes», così nella sua, *Opinion of the European Central Bank of 19 February 2021 on a proposal for a regulation on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937 (CON/2021/4)*, cit., 2,

certezza/stabilità del sistema finanziario e la libertà imprenditoriale degli emittenti di sfruttare le potenzialità della DLT nel settore dei pagamenti.

Gli *asset-referenced tokens*⁷⁴, in particolare, mantengono costante il loro valore ancorandosi a un composito paniere di riferimento che può essere costituito da una serie di valute legali, diverse *commodities*, altri *crypto-assets*, piuttosto che una combinazione di essi.

Per quanto riguarda la procedura, il MiCa prevede che la loro offerta al pubblico e l'ammissione su una piattaforma di negoziazione possa essere effettuata solo da soggetti che siano stati autorizzati secondo il procedimento disciplinato dal regolamento stesso⁷⁵ o da una banca⁷⁶.

Nel primo caso, la bozza suggerisce l'introduzione di un iter particolarmente gravoso per i richiedenti, non solo dal punto di vista dei requisiti cui ottemperare, ma anche per la trafila burocratica da seguire, che finisce per ricalcare quanto previsto proprio per gli istituti bancari⁷⁷.

L'art. 18, infatti, disciplina una prima fase, che consiste nell'invio della richiesta all'autorità nazionale competente (a.i.), che entro 20 giorni deve verificare la completezza della domanda e del wp presentato. In caso la verifica circa la completezza dia esito positivo, l'autorità ha poi 3 mesi di tempo per redigere una bozza di decisione, relativa all'accettazione o al rigetto della richiesta. In questo periodo, si possono chiedere chiarimenti. Decorsi i 3 mesi, l'autorità procede a trasmettere la sua bozza di decisione non solo al richiedente, ma anche all'EBA, all'ESMA e alla BCE, unitamente alla documentazione del richiedente.

A questo punto inizia la seconda fase europea della procedura. Le autorità avranno, a loro volta, 2 mesi per emettere un parere non vincolante⁷⁸, che dovrà essere preso in considerazione dall'a.i.

⁷⁴ MiCa, art. 3, par. 3: «a type of crypto-assets that purports to maintain a stable value by referring to the value of several fiat currencies that are legal tender, one or several commodities or one or several crypto-assets, or a combination of such assets».

⁷⁵ L'art. 16 disciplina la procedura per ottenere l'autorizzazione a operare.

⁷⁶ In questo caso, il par. 4, dell'art. 15 richiede solo la pubblicazione del wp.

⁷⁷ Detta autorizzazione non è richiesta solo qualora l'emissione non superi il valore di 5 milioni di euro durante 12 mesi o sia rivolta esclusivamente a una clientela professionale. Anche in questo caso è comunque richiesta la pubblicazione del wp con il contenuto previsto dall'art. 17 (art. 15, per. 3).

⁷⁸ In proposito, la BCE, nella già citata *Opinion of the European Central Bank of 19 February 2021 on a proposal for a regulation on Markets in Crypto-assets*, 4, ha

Ricevuto il parere, la procedura torna alle autorità nazionali che hanno ancora un ulteriore mese per rilasciare o rifiutare l'autorizzazione.

In caso di esito positivo, il nominativo del richiedente verrà incluso nel registro dei prestatori di *crypto-assets service*, tenuto dall'ESMA (art. 57).

L'estrema attenzione che la bozza di regolamento riserva al rilascio di una simile autorizzazione trova conferma nella dettagliata disciplina relativa ai casi di accettazione o rifiuto dell'autorizzazione (art. 19) così come del suo annullamento (art. 20)

Il rilascio dell'autorizzazione è condizionato al rispetto di una serie di requisiti di *governance*, di *risk management*, di patrimonializzazione, previa domiciliazione presso uno dei Paesi membri dell'EU⁷⁹ che, ancora una volta, molto hanno in comune con gli adempimenti richiesti alle banche.

Pur con una rilevante particolarità, di cui si è già dato conto. In questo caso, infatti, l'art. 16, lett. d), richiede addirittura un parere legale relativo alla natura dell'*asset-referenced tokens* che si andrà a emettere e, più precisamente, che giustifichi la sua alterità rispetto alla natura di strumento finanziario, moneta elettronica, deposito o deposito strutturato. È evidente che una simile previsione solleva più di una perplessità e conferma, se ancora ce ne fosse bisogno, l'estrema delicatezza della tassonomia dei *tokens*.

Come anticipato, anche in questo caso la disciplina prevede l'obbligo di presentazione e pubblicazione di un *white paper*, di cui gli emittenti sono responsabili, che deve essere conforme non solo alle

criticato la scelta di affidarle il compito di esprimere un parere non vincolante. Per questo propone che «the power of the competent authority to refuse authorisation where the business model of an issuer of asset-referenced tokens poses a serious threat to financial stability, monetary policy transmission or monetary sovereignty assumes that the competent authority is able to accurately foresee such risks at the stage of authorisation, which may not be possible as the scale of the risks depends on the scale of the use of the token. In this respect, the proposed regulation does not seem to provide an equivalent tool allowing the competent authority to react if an asset-referenced token becomes a threat to financial stability, monetary policy transmission or monetary sovereignty during its life» (5).

⁷⁹ Già da queste prime prescrizioni sono evidenti le differenze rispetto alla disciplina degli *utility tokens*.

disposizioni contenute nel già citato art. 4, ma altresì a quelle più stringenti sancite dall'art. 17⁸⁰.

La disciplina prevede che il wp riporti informazioni relative: ai meccanismi di *governance* (art. 30); alle modalità di gestione dei conflitti di interessi (art. 28); a specifici requisiti patrimoniali relativi ai fondi propri (art. 31⁸¹); e, soprattutto, prescrizioni molto puntuali relative alle riserve obbligatorie di cui all'art. 32; ai sistemi di custodia di cui all'art. 33; alle modalità di investimento delle riserve (art. 34⁸²), nonché eventuali diritti che possono essere fatti valere nei confronti degli emittenti di questo tipo di *tokens* o sulle riserve⁸³.

In questo caso, infatti, e a differenza di quanto vedremo per gli *e-money*, i *tokens* emessi non devono necessariamente essere connessi a un diritto di credito o di rimborso diretto sull'emittente o sulle riserve⁸⁴.

Per quanto riguarda più puntualmente la *governance*, l'art. 30 impone una serie di doveri generali circa l'organizzazione interna, i requisiti reputazionali e tecnici degli organi di amministrazione e degli azionisti di maggioranza, ossia coloro che detengono direttamente o indirettamente quote superiori al 20% delle azioni o dei diritti di voto⁸⁵. Inoltre, il par. 5 richiede di adottare politiche e procedure che siano in grado di garantire la conformità al regolamento di una serie di aspetti,

⁸⁰ Anche in questo caso, il par. 7 dell'art. 15 attribuisce all'ESMA, sentita l'EBA il potere di adottare standard tecnici relativi al wp.

⁸¹ Con riferimento ai fondi propri, l'art. 31 richiede all'emittente di *asset-referenced tokens* di avere un capitale superiore: a) ai 350.000 euro; b) al 2% delle riserve indicate all'art. 32.

⁸² Secondo il primo par. di questa disposizione, «issuers of asset-referenced tokens that invest a part of the reserve assets shall invest those reserve assets only in highly liquid financial instruments with minimal market and credit risk. The investments shall be capable of being liquidated rapidly with minimal adverse price effect».

⁸³ Si noti che, in questi casi, il potere di adottare standard tecnici è attribuito all'EBA, dopo aver consultato l'ESMA e ESBC. L'art. 26 attribuisce, ai possessori di *tokens*, il diritto ad avere mensilmente informazioni circa l'ammontare dei *tokens* in circolazione, il loro valore e la composizione delle riserve di *assets*, così come ogni altro evento che possa avere un impatto significativo sul loro valore o sulle riserve, di cui all'art. 32.

⁸⁴ Più nel dettaglio, si v. la formulazione dell'art. 35. L'art. 29 prevede, inoltre, precisi doveri di informazione nei confronti dell'autorità di vigilanza e l'art. 42 impone regole relative a un'eventuale liquidazione.

⁸⁵ Gli artt. 37 e 38 disciplinano la procedura prevista per l'autorizzazione all'acquisto di partecipazioni qualificate di un emittente di *asset-referenced tokens*.

tra cui occorre ricordare, il meccanismo tramite il quale vengono emessi, creati e distrutti i *tokens* (lett. d); il protocollo di validazione delle transazioni (lett. e); il funzionamento della DLT proprietaria, o altre tecnologie, su cui poggia l'emissione, il trasferimento e la detenzione dei gettoni, sia in caso di gestione diretta da parte dall'emittente, sia qualora sia affidato a una terza parte (lett. f).

Dato il ruolo che questi strumenti potrebbero venire ad assumere nell'ambito dei pagamenti, la disciplina delle riserve obbligatorie è oggetto di grande attenzione. L'art. 32 impone una serie di obblighi finalizzati a introdurre idonee garanzie per i consumatori e la stabilità finanziaria dell'ordinamento nel suo complesso. In quest'ottica, il par. 2 richiede agli emittenti di mantenere separate riserve per ciascuna singola tipologia di *tokens* emesso, tenendo in considerazione la loro corrispondenza, al reciproco verificarsi di aumenti o diminuzioni. Dovere degli *issuers* è anche quello di avere una chiara e dettagliata politica relativa ai meccanismi di stabilizzazione impiegati (par. 4) che non può prescindere dall'elencare e descrivere gli *assets* che costituiscono il paniere delle riserve di riferimento; la valutazione del rischio di credito, di mercato e di liquidità delle rispettive riserve; le modalità con cui i *tokens* sono creati e distrutti; la precisazione degli *assets* in cui sono investite le riserve; la descrizione delle procedure di acquisto e riscatto dei *tokens* rispetto alle riserve, etc.

Dal punto di vista della custodia, in base all'art. 33, gli emittenti sono tenuti a garantire prima di tutto la segregazione patrimoniale – che, come si è già detto, deve essere rispettata anche tra le riserve relative a ciascuna tipologia di *token* – tra riserve e fondi propri; esse non possono essere oggetto né di pegno, né di altri gravami e devono essere sempre disponibili, qualora l'emittente sia tenuto a rimborsare i possessori di *tokens*⁸⁶.

Il capitolo si chiude, infine, con il divieto di attribuzione di interessi (art. 36).

⁸⁶ Anche l'attività di custodia è presidiata, imponendo una riserva di attività per le sole banche o a *crypto-assets service providers* che siano stati autorizzati, secondo la procedura prevista dall'art. 53. Secondo l'art. 33, par. 3, in entrambi i casi, l'emittente deve assicurare che l'istituto di credito, o il provider scelto per la custodia, siano in grado di svolgere il compito in modo conforme alle previsioni normative, tenendo conto delle diversità tra moneta legale, strumenti finanziari, *crypto-assets* o altra tipologia (par. 4).

L'estrema attenzione per questa tipologia di strumenti di pagamento si evince altresì dalla previsione, nel capitolo 5, di una specifica disciplina per la sotto-categorizzazione dei c.d. “*significant asset-referenced token*”. In particolare, l'art. 39 prevede che l'EBA possa qualificare come tale un *token* purché sussistano almeno 3 dei seguenti requisiti: la dimensione della clientela dell'emittente coinvolta nell'operazione, la dimensione degli azionisti o delle terzi parti coinvolte nelle operazioni di emissione; il valore dei *token* emessi o, se del caso, la loro capitalizzazione di mercato; il numero e il valore delle transazioni in tali *token*; l'entità della riserva di attività dell'emittente dei *token* di riferimento; l'importanza delle attività transfrontaliere dell'emittente dell'attività di riferimento.

Si noti che la qualifica di *significant asset-referenced tokens* può anche essere richiesta direttamente dagli emittenti (art. 40).

La proposta di regolamento introduce regole più restrittive qualora sia coinvolto un *asset* a larga diffusione e, proprio per questo, capace di avere un impatto sistemico. In questi casi, l'art. 41 richiede, ad esempio, che i doveri di custodia siano adempiuti ricorrendo a una pluralità di service provider, tenendo altresì conto dell'eventuale gruppo di appartenenza, oltre a politiche attente alla liquidità, anche in caso di stress sui mercati.

4.2.2 *La disciplina proposta per gli e-money tokens.*

Un discorso ancora diverso merita l'ulteriore categoria, presa in considerazione dalla proposta di regolamento, ossia i c.d. *e-money tokens*, che si stabilizzano – a differenza degli *asset-referenced* – grazie al collegamento con una sola valuta avente corso legale.

In questo caso, la proposta europea sembra voler regolare il processo di tokenizzazione di una valuta fiat tramite la tecnologia DLT, aprendo la strada a una *stablecoin* agganciata anche all'euro che segua l'esempio delle già esistenti Tether, TrueUSD e Paxos Standard, che scambiano 1:1 sul dollaro⁸⁷.

⁸⁷ Si noti che *tether* è attualmente salito agli onori della cronaca perché viene utilizzato soprattutto per acquistare bitcoin ed *ether*. Si calcola che circa l'80/90% di bitcoin venga acquistato proprio tramite l'uso di questa *stablecoin*.

Gli elementi in comune, però, sono probabilmente destinati ad arrestarsi al solo paniere di riferimento per la stabilizzazione, perché il progetto europeo prevede che i soggetti che potranno emettere *e-money token* saranno unicamente le banche e gli istituti di moneta elettronica. Una simile previsione consente al regolamento di rinviare alla disciplina autorizzatoria prevista dalla Dir. 2009/110/EC (EMD) e di risolversi così in un articolato molto snello, soprattutto se confrontato con quello riservato *asset reference tokens*.

Il MiCa, infatti, propone di riportare gli *e-money-tokens* nell'alveo della disciplina della c.d. moneta elettronica, ex art. 2, punto 2, dell'EMD, ossia un surrogato elettronico dei contanti⁸⁸, che in questo caso però poggerebbe sulla tecnologia DLT, e che potrebbe di conseguenza essere emesso solo da banche, istituti di moneta elettronica o dalla Banca centrale Europea⁸⁹.

Questa disposizione, in altre parole, suggerisce di aggiungere una nuova categoria di "moneta" a quelle già presenti nel nostro ordinamento, che a questo punto diventerebbero il contante (o moneta legale), la moneta scritturale o bancaria, la moneta elettronica e, ora, l'*e-money token*. Questa scelta, a differenza delle due precedenti (*utility* e *asset refence tokens*) che hanno introdotto due categorie del tutto nuove di strumenti, che non a caso si saldano a uno specifico procedimento autorizzatorio, crea indubbiamente maggiori perplessità perché finisce per intercettare il concetto di moneta elettronica, rischiando di creare pericolosi fraintendimenti negli utilizzatori. Di questo aspetto, però, avremo modo di parlare meglio *infra*.

Le poche norme del MiCa dedicate agli *e-money* si limitano così a presidiare le modalità di emissione e di redimibilità dei *tokens* (art. 44), il divieto di corrispondere interessi (art. 45) e soprattutto l'obbligo di pubblicazione del wp, secondo il contenuto di dell'art. 46, di cui l'emittente è responsabile (art. 47), che si pongono quindi come deroghe rispetto alla disciplina generale prevista nella EMD.

⁸⁸ L'art. 43, par. 2 prevede che non rientri nel divieto l'emissione di *e-money tokens* che siano rivolti esclusivamente a investitori professionali, ovvero che non eccedano il valore di 5 milioni di euro, durante un periodo di 12 mesi. In questi casi, però, resta comunque in vigore l'obbligo di produrre un wp e di notificarlo all'autorità di vigilanza competente.

⁸⁹ Questo passaggio dimostra altresì la volontà di introdurre una netta cesura tra questa tipologia di *token* rispetto a bitcoin e alle altre c.d. *cryptocurrencies*.

Più precisamente, il primo elemento distintivo, rispetto alla regolazione per la moneta elettronica, è naturalmente costituito dalla presenza obbligatoria del wp che deve contenere una descrizione dell'emittente; del suo progetto nonché una presentazione dei principali partecipanti all'iniziativa; l'indicazione se il wp riguarda un'offerta al pubblico e/o l'ammissione di tali gettoni su una piattaforma per le negoziazioni; una descrizione dettagliata dei diritti e degli obblighi connessi ai *tokens*, ivi incluso il diritto di rimborso a parità di valore secondo la disciplina di cui all'art. 44 e le procedure e le condizioni di esercizio di tali diritti; informazioni sulla tecnologia e sugli standard che consentono di detenere, conservare e trasferire i *tokens*; i rischi relativi all'emittente, ai gettoni di moneta elettronica e all'attuazione del progetto, etc.

Con riferimento alla redimibilità, e dunque in deroga rispetto a quanto previsto dall'art. 10 della EMD, l'art. 44 prevede, obbligatoriamente e a differenza della precedente categoria, che tutti i *tokens* attribuiscono ai loro possessori un diritto di rivalsa nei confronti dell'emittente. Questi ultimi, a loro volta, sono tenuti a emettere *tokens* al valore nominale conseguente al ricevimento dei fondi⁹⁰.

Le condizioni di rimborso devono essere sempre chiaramente esplicitate, così come l'eventuale applicazione di commissioni, che oltre a essere proporzionate e commisurate ai costi effettivamente sostenuti dagli emittenti, devono essere state richiamate nel wp.

Anche in questo caso, così come abbiamo già avuto modo di vedere per l'altra categoria di *stablecoin*, il MiCa propone di individuare l'automa categoria dei significant *e-money tokens*, soggetti a un regime più restrittivo con riferimento ai requisiti di capitale, all'interoperabilità dei requisiti e alla *liquidity management policy* (artt. 50-52). Similmente, la qualifica può essere attribuita dall'EBA, al termine di un procedimento teso a verificare le caratteristiche del token oggetto di offerta o di negoziazione – sempre al ricorrere di almeno 3 dei criteri previsti dall'art. 39 per gli *asset-referenced tokens* –, ovvero su richiesta dello stesso emittente.

⁹⁰ Su richiesta del possessore di gettoni di moneta elettronica, l'emittente è obbligato altresì a riscattare, in qualsiasi momento e al valore nominale, il valore monetario dei *tokens* detenuti, mediante trasferimento di contanti o tramite bonifico (par. 4).

5. *Gli strumenti finanziari oggetto di “tokenizzazione” nell’ambito del pilot regime.*

Giunti a questo punto della nostra indagine, è necessario passare a considerare le disposizioni poste dal c.d. *pilote regime* per disciplinare il solo mercato secondario di alcune categorie di *securities* tokenizzate.

Come si è già ricordato, infatti, il presupposto assunto dal regolatore è che la fase di emissione dei *security tokens* non necessiti di alcuna disciplina specifica, ma possa essere sufficiente la regolazione tradizionale, anche per la nuova tecnologia DLT⁹¹ (per lo più *permissioned*), grazie ad alcune modifiche di dettaglio⁹² e, naturalmente, previo ampliamento della definizione di *financial instrument*, contenuto nella dir. 2014/65, con la nuova categoria di «financial instruments based on DLT»⁹³.

Ben più complessa appare, invece, secondo il regolatore europeo la situazione sul secondario, a causa di una serie di disposizioni che, per il loro contenuto, rischiano di compromettere l’efficienza del mercato e la sua liquidità⁹⁴, impedendone di fatto l’espansione.

Ciò che preoccupa maggiormente la Commissione Europea sono i rischi legati alla mancanza di trasparenza e sicurezza garantiti dai protocolli e dagli *smart contracts* che sono alla base dei *crypto-assets*. Vi è, in altre parole, la consapevolezza che la disciplina tradizionale (sempre con riferimento al mercato secondario) non sarebbe in grado di

⁹¹ In piena applicazione del principio di neutralità tecnologica. Per una critica di questo principio, v. ancora F. MATTASSOGLIO, *Algoritmi e regolazione. Circa i limiti del principio di neutralità tecnologica*, cit., 226; nonché F. MATTASSOGLIO, *Waiting for the EU. The paradoxical effect of ICOs*, cit.

⁹² In particolare, il Regolamento (EU) 2017/1129, sul prospetto informativo, dalla direttiva 2013/50/EU, sulla Trasparenza, dal Regolamento (EU) No 596/2014 sul *Market Abuse*, nonché dal regolamento in tema di *Short Selling* n. 236/2012.

⁹³ Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2006/43/EC, 2009/65/EC, 2009/138/EU, 2011/61/EU, EU/2013/36, 2014/65/EU, (EU) 2015/2366 and EU/2016/2341 - COM(2020)596. Una modifica che andrebbe di pari passo con la parificazione dell’*e-money token* all’*electronic money*.

⁹⁴ L’importanza del mercato secondario, per lo sviluppo e l’incremento degli scambi sugli assets digitali, era già evidente anche nella proposta di regolazione sulle offerte iniziali di *token* lanciata dalla nostra Consob nel corso del 2019.

far fronte ai nuovi rischi posti dalla DLT specialmente nelle delicate fasi di *trading* e *post-trading*⁹⁵.

Come è noto, uno dei maggiori problemi che si verificano in questo stadio è il c.d. *settlement risk*, ossia il rischio che una delle due controparti non adempia alla sua obbligazione evitando di pagare o di rilasciare lo strumento finanziario. Per contrastare una simile situazione, l'ordinamento finanziario ha introdotto una serie di garanzie che poggiano sostanzialmente sulla presenza di un terzo garante, prima fra tutte la *Central Securities Depository* (CSD), cui è deferito il trasferimento degli strumenti finanziari previa corresponsione del pagamento.

Secondo l'opinione degli esperti⁹⁶, l'utilizzo della DLT *permissionless* potrebbe consentire, grazie ai suoi meccanismi di produzione di certezza, l'eliminazione degli intermediari, garantendo un sistema più efficiente.

Tuttavia, la soluzione proposta dal regolatore europeo si muove, come si è già anticipato, in una direzione molto diversa prediligendo il ricorso non solo a una DLT *permissioned* ma cercando altresì di duplicare la presenza dei tradizionali intermediari finanziari. Una scelta che non può che sollevare molteplici dubbi.

5.1. *La regulatory sandbox per il mercato secondario degli strumenti finanziari tokenizzati.*

Alla luce di questa impostazione, il *pilot* propone un regime transitorio e in deroga (una *regulatory sandbox*⁹⁷) che prevede due

⁹⁵ Si pensi, inoltre, al fatto che le piattaforme di *crypto-trading* consentono un accesso diretto anche all'investitore *retail*, possibilità invece negata nelle piattaforme di negoziazione tradizionale, in cui operano i soli intermediari autorizzati.

⁹⁶ J. CHIU, K. THORSTEN, *Blockchain-Based Settlement for Asset Trading*, in *Review of Financial Studies*, 32, 2019, 1716-1753.

⁹⁷ La Commissione Europea, infatti, ritiene che il modo migliore per garantire un effettivo sviluppo di questo mercato sia quello di consentire alle imprese di testare le potenzialità della DLT su larga scala, nella convinzione che questa tecnologia sia in grado di apportare grandi benefici intervenendo sui tempi di *settlement* e riducendo così il rischio di controparte, senza dimenticare l'apporto che potrebbe dare nell'ambito dei c.d. *cyber risks*, connessi ai sistemi centralizzati, nonché una riduzione dei costi, liberando capitale e riducendo le garanzie collaterali grazie all'uso di *smart*

“nuovi” intermediari, l’uno a cui è demandata la gestione del mercato – una DLT MTF⁹⁸ – e l’altro a cui viene affidato il compito di contrastare il *settlement risk* – una DLT CDS.

Questi due soggetti andrebbero così a costituire, previa autorizzazione, un nuovo e opzionale “*Union status of DLT market infrastructures*”, con particolare attenzione alle fasi di *pre* e *post trading*⁹⁹, nonché per il funzionamento delle *centrals securities depositories*.

Questa soluzione permetterebbe così agli operatori di offrire servizi basati sulla DLT, nell’ambito dei diversi paesi membri, consentendo alle *trading venues*, alle *central securities depositories* o alle controparti centrali di sviluppare servizi e attività di trading and post-trading per *crypto-assets*, qualificabili come *financial instruments* o che comunque poggino sulla DLT. Il tutto senza, peraltro, impedire agli operatori finanziari lo sviluppo di sistemi che rispettino la disciplina finanziaria europea attualmente in vigore (considerando 6).

Tale periodo di prova dovrebbe avere la durata di 5 anni.

L’approccio prudenziale del regolatore, verso una *regulatory sandbox* per il mercato secondario dei *securities tokens*, ben si evince dalle disposizioni di dettaglio.

Dal punto di vista dell’oggetto, la sperimentazione potrà riguardare le sole azioni e obbligazioni *tokenizzate* che rispettino i rigidi requisiti fissati dall’art. 3 del regolamento.

In particolare, le azioni devono riferirsi alla capitalizzazione o al tentativo di capitalizzazione di un emittente con un valore non superiore a 200 milioni di euro; mentre le obbligazioni possono includere esclusivamente obbligazioni pubbliche e private, *covered bonds* o

contracts, nell’ambito dei processi di *back office* (ad esempio in sede di riconciliazione), così v. *Pilote regime*, 7.

⁹⁸ La sede di negoziazione presa a riferimento è, dunque, l’MTF. In generale sul tema, v. F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle trading venues nell’era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle cryptovalute alle distributed ledger technology*, in *Orizzonti*, 2018, III, consultabile alla pagina www.rivistaodc.eu/trading-venues-cryptovalute-ledger-technology.

⁹⁹ Viste le difficoltà riscontrate, relative a questa fase, la Commissione Europea vorrebbe incaricare l’ESMA di svolgere una valutazione sugli standard tecnici, che sono attualmente in vigore, in attuazione del reg. EU No 600/2014, e di proporre eventuali modifiche che si dovessero rendere necessarie per adattarsi ai nuovi strumenti.

corpored bonds con una capitalizzazione inferiore a 500 milioni di euro.

Viene inoltre fissato un tetto complessivo pari a 2,5 miliardi di euro per il valore del mercato relativo alle *transferable securities* negoziate sulle tecnologie DLT, mentre le obbligazioni sovrane sono escluse.

Il ruolo di MTF o CDS DLT può essere svolto dalle sole imprese finanziarie (gestori di mercati) o depositari centrali di titoli che siano autorizzati. Pertanto, l'autorizzazione, di cui agli artt. 7 e 8 del reg. pilota, si tradurrebbe, di fatto, nel permesso di poter derogare a una più disposizioni del regime tradizionale¹⁰⁰.

La nuova CSD dovrebbe così essere destinata a svolgere, su tecnologia DLT, le operazioni di regolamento titoli¹⁰¹, secondo le definizioni contenute nel Regolamento (EU) No 909/2014¹⁰².

L'autorizzazione può essere negata, qualora vi sia il rischio di arrecare danno alla stabilità finanziaria, alla tutela degli investitori, all'integrità del mercato ovvero se la richiesta miri a disapplicare la disciplina esistente.

Si noti che, a loro volta, le esenzioni sono autorizzate solo se gli operatori DLT siano in grado di dimostrare che esse sono proporzionate e giustificate dall'utilizzo della nuova tecnologia e viene comunque richiesto, per ogni singolo caso, di garantire tutta una serie di condizioni ulteriori¹⁰³.

Le DLT sia MTF sia CDS, ad esempio, potranno chiedere deroghe temporanee sia per consentire l'accesso anche agli investitori *retail*, garantendo adeguati standard di protezione e attenzione al profilo dell'antiriciclaggio e contrasto al terrorismo; sia per poter utilizzare,

¹⁰⁰ Si veda per gli MTF la disciplina contenuta nell'art. 4 e per i CDS quella dell'art. 5 del pilot. Gli operatori potranno richiedere ulteriori deroghe anche in un momento successivo, seguendo la medesima procedura già descritta. In particolare, si tratterà soprattutto della MIFID2 per gli MTF e del reg. n. 909/2014 per i CDS.

¹⁰¹ Tra i servizi di base dei depositari centrali, richiamati nella Sez. A dell'allegato, vengono elencati: 1. la registrazione iniziale dei titoli in un sistema di scritture contabili («servizio di notariato»); 2. la fornitura e mantenimento dei conti titoli al livello più elevato («servizio di gestione accentrata»); 3. la gestione di un sistema di regolamento titoli («servizio di regolamento»).

¹⁰² 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.

¹⁰³ Per gli MTF v. art. 4, par. 3.

nell'ambito delle operazioni di pagamento, non solo la moneta del banchiere centrale o bancaria, ma anche i nuovi *e-money tokens*.

Sul fronte della vigilanza, per assicurare condizioni di trasparenza nel mercato, ciascuna autorità nazionale dovrà tenere e pubblicizzare sul proprio sito internet istituzionale, l'elenco di tutte le autorizzazioni rilasciate, accompagnate dalla specifica annotazione delle eventuali eccezioni alla disciplina che sono state concesse all'operatore. Detta previsione diviene particolarmente importante posto che, in virtù del principio di mutuo riconoscimento, l'autorizzazione consentirebbe di operare su tutto il mercato europeo.

L'operatività tramite DLT richiede, inoltre, di affrontare rischi specifici. Ciò impone agli operatori ulteriori e rafforzati doveri di informazione chiara e non ambigua circa la DLT, quali: le regole di accesso e di ammissione al sistema, il funzionamento dei nodi e quelle relative alla gestione di eventuali conflitti di interesse. Detto obbligo deve essere finalizzato a evidenziare le differenze rispetto al mercato tradizionale, assicurando altresì la sicurezza e adeguatezza dei propri sistemi IT (art. 6).

L'obbligo di trasparenza e cooperazione si estende anche ai rapporti con le autorità di vigilanza. La proposta di regolamento prevede, infatti, che i soggetti che usufruiscono di questo regime in deroga debbano cooperare attivamente con l'ESMA e con le controparti nazionali, tenendoli aggiornati su qualsiasi novità possa incidere sulla loro attività, con particolare attenzione al funzionamento della DLT e preparando reports periodici.

6. Alcune riflessioni di sintesi che risentono dell'approccio suggerito in questa sede.

Dopo questa panoramica sulle disposizioni che le bozze di regolamento propongono, si può ora cercare di svolgere alcune riflessioni di sintesi.

In primo luogo, pur riconoscendo lo sforzo compiuto dal regolatore europeo, non possiamo ignorare la sensazione di costante ritardo nei confronti del fenomeno dei *crypto-assets*. I tempi della normazione, tanto più a livello europeo, sembrano incapaci di tenere il passo con una realtà così cangiante e mutevole. Prova ne sia che mentre il regolatore ancora si interroga su come disciplinare le ICOs, il *crypto*-mercato stia

già guardando in un'altra direzione, secondo una dinamica che sarà destinata a ripetersi.

Il secondo profilo riguarda l'impressione che il regolatore voglia selezionare soltanto alcune potenzialità del mondo *crypto*, cercando invece di arginarne altre, quale in primo luogo bitcoin, che pure ne rappresenta l'elemento più emblematico.

Anzi, a questo proposito, la Commissione Europea più che essere interessata alla creazione di un mercato dei *crypto-assets* sembra più attratta dal diverso fenomeno della *tokenizzazione* del mercato finanziario, ossia la dematerializzazione di *assets* tradizionali – quali strumenti finanziari¹⁰⁴ o di pagamento –, tramite l'uso della DLT e degli *smart contracts*, in virtù della convinzione che tale soluzione tecnologica possa avere potenzialità inimmaginabili in questi settori¹⁰⁵.

A un primo sguardo, questa scelta sembrerebbe molto innovativa, ma a una riflessione più approfondita essa suscita perplessità.

DLT e *smart contracts*, infatti, devono il loro successo proprio all'assenza di regole in cui si sono sviluppati e alla disintermediazione che hanno garantito¹⁰⁶.

Il regolatore europeo pare invece muoversi su una strada diametralmente opposta, là ove sta cercando di innestare questa tecnologia in un contesto non solo regolato ma altresì caratterizzato dalla presenza di quegli stessi intermediari che la *blockchain* di Satoshi voleva rimuovere.

¹⁰⁴ Sull'impatto che una simile evoluzione potrebbe avere sulla *corporate governance* societaria, v. R. LENER, R. FURNARI, *Company Law during the Blockchain Revolution. The rise of Corptech*, in www.openreviewmbf.org/2020/11/09/company-law-during-the-blockchain-revolution-the-rise-of-corptech/.

¹⁰⁵ In particolare, questa tecnologia consentirebbe di aumentare: l'efficienza complessiva grazie all'automazione e alla conseguente disintermediazione; la trasparenza; aumentare la liquidità potenziale e la negoziabilità anche di *assets* illiquiditi; rendere più veloce ed efficiente l'attività di *clearing* e *settlement*. Inoltre, l'adozione su larga scala di questa tecnologia potrebbe contribuire a risolvere anche ulteriori problematiche relative, ad esempio, ai *cyber risks* e alla gestione dell'attività di antiriciclaggio, identità digitale. Per queste considerazioni v. OECD, *The Tokenisation of Assets*, cit., 7.

¹⁰⁶ Per questa opinione v. F. MATTASSOGLIO, *Waiting for the EU. The paradoxical effect of ICOs*, cit.

Le mosse del regolatore propongono, talora, una replica del sistema finanziario tradizionale su tecnologia DLT – si pensi in particolare alla disciplina posta nel *pilot regime* –, rischiando però di perderne le potenzialità. In questo senso, sarà certo fondamentale un attento studio dei diversi possibili modelli di DLT, anche e soprattutto dal punto di vista del loro impatto economico¹⁰⁷, in modo da poter individuare quello che sia più idoneo al contemperamento delle diverse esigenze per uno sviluppo “sostenibile” del mercato finanziario¹⁰⁸.

Lo spaesamento del regolatore è perfettamente comprensibile se si considera come il mondo *crypto*, primo fra tutti bitcoin¹⁰⁹, sia nato per infrangere le regole e per sfuggire proprio a quel controllo dell’ autorità pubblica, che costituisce il presupposto imprescindibile per il contesto in cui attualmente vengono scambiate moneta e strumenti finanziari.

Quando si parla di regolazione e *crypto-assets*, in altre parole, si tenta di ricondurre a unità due fenomeni in sostanziale antitesi. Ed ecco perché, una sintesi tra le due posizioni potrà giungere solo se il regolatore sarà in grado di cambiare passo, di mutare prospettiva e di affinare i suoi strumenti di intervento. In caso contrario, vi è la possibilità che il regolatore e il *crypto-space* finiscano su due rette parallele destinate a non intercettarsi mai.

Ciò detto e in merito a queste considerazioni, è necessario un importante chiarimento. In questa sede, non si intende affatto auspicare una totale assenza di regolamentazione del mondo dei *crypto-assets* e della DLT, su cui essi poggiano. Al contrario, si ritiene che dato il completo cambio di paradigma che essi impongono, sia opportuna una nuova forma di regolamentazione rispetto ai tradizionali fenomeni di

¹⁰⁷ Per quanto riguarda l’esperienza australiana del *Digital Asset’s construction for the Australian Stock Exchange*, v. R.M. TOWNSEND, *Distributed Ledgers*, cit., 37.

¹⁰⁸ Su questo tema, v. ancora R.M. TOWNSEND, *Distributed Ledgers*, cit., 169, ove l’A. auspicando il ricorso a sistemi di DLT “ibridi”, chiarisce che «there are key impossibility theorems for decentralized system: One cannot have all of consistency, accuracy, and partitioning. Yet system that are periodically synchronized, and thus consistent, require costly communication and do not scale up, as at some point in the process of validation every node is connected to every other. This conundrum is sometimes not stated baldly or faced squarely. Trusted third parties do solve this problem, hence their appeal, but this centralization not only requires trust but raises the issue of data integrity and data security cyber-risk issues».

¹⁰⁹ E. HUGHES, *A Cypherpunk’s Manifesto*, consultabile in www.activism.net/cypherpunk/manifesto.html.

intermediazione finanziaria, nella convinzione che, solo così, sarà possibile garantire l'effettiva gestione di una realtà complessa, sia nell'ottica della stabilità finanziaria, sia in quella della tutela dei consumatori/investitori.

Come si è già avuto modo di sostenere, infatti, questo è un settore ove un approccio basato su una rigida applicazione del principio di neutralità tecnologica¹¹⁰ – inteso come stessi servizi, stessi rischi, stesse regole – mostra tutti i suoi limiti. Il tentativo di ricondurre le eterogenee categorie di *tokens* nell'ambito della bipartizione tra strumento finanziario/strumento di pagamento, in particolare, rischia di ingenerare pericolosi fraintendimenti, oltre che di aumentare l'incertezza del quadro giuridico di riferimento¹¹¹.

Si ritiene, in particolare, che si debba procedere con estrema cautela nell'assimilare tipologie di *token* nativi, quali quelli emessi durante ICOs, a strumenti tradizionali (strumenti finanziari o di pagamento) attraendoli nell'ambito della medesima disciplina.

Proprio per questo motivo, si ritiene che l'emissione e la circolazione di gettoni digitali basati su tecnologie distribuite, soprattutto se di tipo *permissionless*, meriterebbero di essere assoggettati a una regolazione *ad hoc* in grado di bilanciare i diversi interessi e rischi coinvolti al fine di garantire gli investimenti e la protezione dei clienti, indipendentemente dalla loro classificazione.

L'approccio qui proposto influenza naturalmente il giudizio complessivo che può essere offerto sulle bozze di regolamento.

7. *L'impatto di questa impostazione sul giudizio circa le bozze di regolamento.*

Se da una parte, infatti, è senz'altro ammirevole lo sforzo del legislatore europeo di introdurre una disciplina *ad hoc* per l'emissione e la negoziazione su piattaforme di *utility* e *stablecoins*, dall'altra è inevitabile augurarsi che essa venga estesa, pur con eventuali specificità, a tutti i *tokens* (*security*, *payment* o *hybrid*), finanche alle *cryptocurrencies* tipo bitcoin.

¹¹⁰ F. MATTASSOGLIO, *Algoritmi e regolazione. Circa i limiti del principio di neutralità tecnologica*, cit., 226 ss.

¹¹¹ Sul punto v. ancora F. MATTASSOGLIO, *Waiting for the EU... The paradoxical effect of ICOs': a national regulation for a global phenomenon*, cit., 348 ss.

Secondo questa prospettiva, deve senz'altro essere giudicata negativamente la scelta di regolare solo la fase relativa alle transazioni sul mercato secondario – per giunta riguardante limitate categorie di strumenti finanziari tokenizzati e replicando la presenza dei medesimi intermediari tradizionali –, senza considerare anche l'emissione e il mercato primario.

Di converso, è apprezzabile il fatto di aver individuato il *white paper*, come specifico documento comune a esse dedicato, una scelta che permette così di chiarire in modo inequivoco la natura di *tokens* dei prodotti offerti, fin dal primo momento, marcando la differenza rispetto a quelli finanziari tradizionali soggetti all'obbligo di prospetto informativo.

Positivo è anche il porre una disciplina minimale per gli *utilities token*, che diviene più stringente nel caso delle *stablecoins*.

Molto incerta appare, invece, la decisione di distinguere le *stablecoins* in due diverse categorie, rischiando così di ingenerare ulteriore incertezza, in un quadro già confuso. Timore del resto condiviso anche dalla stessa BCE che ha proposto di eliminare questa differenziazione e di sostituirla con un'unica categoria *ad hoc*¹¹² per questi gettoni di pagamento, soggetta a identici requisiti¹¹³ (sia per *e-money* sia per *asset-referenced tokens*)¹¹⁴. Una richiesta che si allinea dunque alla tesi proposta in questa sede.

¹¹² La posizione espressa dalla BCE pare simile a quella proposta dal governo inglese che sta considerando di introdurre una nuova categoria di *stable tokens*, senza porre alcuna distinzione sulla base degli *assets* utilizzati per la sua stabilizzazione, così come per la tecnologia sottostante. Il confronto con la proposta inglese è interessante anche perché, in quel caso, si offre una definizione particolarmente ampia, così HM TREASURY, *UK regulatory approach to cryptoassets and stablecoins*, cit., 7.

¹¹³ Anche per quanto riguarda la vigilanza, la BCE giunge a suggerire di estendere, a entrambe le categorie, un controllo accentrato a livello europeo – in questo caso prediligendo la soluzione scelta dal MiCa per i *significant asset-referenced tokens* – per cui l'EBA avrebbe maggiori poteri di armonizzazione, rispetto al sistema integrato EBA/Autorità di vigilanza nazionali proposto per gli *e-money tokens*.

¹¹⁴ BCE, *op. cit.*, 4. Alla luce degli innegabili intrecci che si verrebbero a creare con la nascita di queste due nuove tipologie di strumenti di pagamento, essa suggerisce una serie di profonde e radicali modifiche rispetto all'impianto previsto dal MiCa a partire dalla stessa opportunità di distinguere due diverse categorie di *stablecoins*. Secondo l'autorità bancaria, infatti, al di là dei riflessi sulla politica monetaria la diffusione di queste due tipologie di *stable* potrebbe inverare un ulteriore

Infine, qualsiasi riflessione circa il futuro del mondo *crypto* e della sua regolazione, soprattutto con riferimento al ruolo nell'ambito degli strumenti di pagamento, non può prescindere dal considerare la discesa in campo dei Banchieri centrali con le già richiamate CBDCs. L'adozione di questa tipologia di valuta costituirà uno snodo fondamentale in tema di *crypto-assets*, pur con tutte le cautele dovute anche al loro eventuale impatto sul sistema di intermediazione finanziaria¹¹⁵.

È in questo contesto che deve essere inquadrato il *Report on digital euro*¹¹⁶, pubblicato nel mese di ottobre 2020, dalla BCE¹¹⁷. Un documento che dimostra come anch'essa stia seriamente considerando l'ipotesi di introdurre un euro digitale inteso come «an electronic form of central bank money accessible to all citizens and firms», che non andrebbe però a sostituire del tutto il contante.

La spinta verso la realizzazione di un progetto, che poteva apparire impossibile fino a poco tempo fa, poggia sulla volontà di garantire ai cittadini l'accesso «to a safe form of money in the fast-changing digital world» e, soprattutto, sul timore che possano prendere piede proprio le

rischio dovuto proprio al fatto che gli utenti finali finirebbero per confondere le due fattispecie, utilizzandole in modo interscambiabile. Proprio per questo motivo, sarebbe necessario che esse fossero assoggettate ai medesimi requisiti per il rischio di arbitraggio regolamentare tra i rispettivi regimi, soprattutto con riferimento ai diritti di rimborso.

¹¹⁵ L'introduzione di una fiat digitale non costituisce una mera trasposizione tecnologica su DLT, ma comporta ben più radicali rivolgimenti e impatti sul sistema bancario e finanziario nel suo complesso. In particolare, a seconda delle sue caratteristiche come forma di investimento, l'euro digitale potrebbe indurre i depositanti a trasferire risparmio dalle banche commerciali presso il banchiere centrale, aumentando il costo del finanziamento bancario e rischiando di incidere sulla loro capacità di garantire credito all'economia. Su questi temi v. Bank for International Settlements, *BIS Annual Economic Report 2020: III. Central banks and payments in the digital era*, Basel, 2020, in www.bis.org/publ/arpdf/ar2020e3.htm; P. SANDNER, J. GROSS, JONAS, L. GRALE, P. SCHULDEN, *The Digital Programmable Euro, Libra and CBDC: Implications for European Banks*, cit.

¹¹⁶ ECB, *Report on Digital Euro*, www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/Report_on_a_digital_euro~4d7268b458.en.pdf

¹¹⁷ Per i vantaggi che la tecnologia DLT potrebbe portare alla valuta europea, v. M. KLEIN, J. GROSS, P. SANDNER, *The Digital Euro and the Role of DLT for Central Bank Digital Currencies*. Frankfurt am Main. Retrieved, 2020, in www.explore-ip.com/2020_The-Digital-Euro-and-the-Role-of-DLT-for-Central-Bank-Digital-Currencies.pdf.

più volte citate *stablecoins* private¹¹⁸, diventando la valuta di riferimento per gli scambi del prossimo mercato globale.

Di conseguenza, è difficile al momento fare pronostici circa il futuro della regolazione in tema di *crypto-assets*.

L'unica certezza riguarda l'importanza cruciale della partita che si sta giocando, in cui è in palio lo stesso monopolio pubblico sulla moneta¹¹⁹.

8. *Un doveroso cenno alla “questione” bitcoin, ormai “too big to ignore”.*

Infine, un'ultima doverosa riflessione relativa al fatto che le proposte di regolamento europeo non sembrano prendere in alcun modo in considerazione bitcoin¹²⁰, che pur rappresenta il sovrano incontrastato di questo mondo¹²¹. Un profilo che viene richiamato fin dal titolo, volutamente provocatorio, di questo contributo.

¹¹⁸ A questa preoccupazione, si accompagna naturalmente anche la paura della concorrenza degli altri banchieri centrali. Particolarmente attivi in questo ambito sono: la Bank of England (BOE), People's Bank of China (PBoC), Bank of Canada (BoC), and central banks of Uruguay, Thailand, Venezuela, Sweden, and Singapore. Oltre alle finalità appena richiamate, il testo del report richiama il perseguimento di una pluralità di obiettivi a partire: dal supporto alla digitalizzazione dell'economia europea in risposta al drastico calo del contante come strumento di pagamento e la connessione con un nuovo canale di trasmissione della politica monetaria; avvertita è anche l'esigenza di mitigare i rischi nell'ambito dei tradizionali servizi di pagamento. Su questo tema, v. S. ROCHEMONT, *A Cashless Society in 2018-The Cashless World*, in *Motion review* 105, 2019, in www.actuaries.org.uk/documents/cashless-society-2018-cashless-world-motion-review.

¹¹⁹ Al momento, la Bank of Canada, la Bank of England, la Bank of Japan, l'European Central Bank, la Sveriges Riksbank e la Swiss National Bank unitamente alla Bank for International Settlements (BIS), hanno creato un Gruppo per condividere le esperienze nell'ambito delle CBDC, così ECB, *Central Bank Group to Assess Potential Cases for Central Bank Digital Currencies*, 2020, disponibile all'indirizzo www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200121_1~e99d7946d6.en.html.

¹²⁰ Naturalmente, anche il bitcoin, così come tutti gli altri *crypto-assets*, viene intercettato dal regolatore nel momento in cui diventa oggetto di prestazione da parte di un prestatore di servizi regolato, ossia quando viene scambiato su una piattaforma o detenuto nell'ambito di un rapporto di custodia, etc.

¹²¹ Anche nel citato Progetto del TRESURY, *UK regulatory approach to cryptoassets and stablecoins*, cit., 13, bitcoin è espressamente escluso dal suo ambito di applicazione «The government is therefore considering an approach in which the

Se da una parte, infatti, è comprensibile la cautela dovuta alla delicatezza del tema e al timore di dare legittimazione giuridica a un fenomeno¹²² che, come si è più volte ribadito, è di per se stesso *disruptive* rispetto all'ordinamento e alle sue regole; dall'altra non si può ignorare il fatto che sempre più investitori stiano cominciando a detenere nei loro portafogli questa tipologia di *asset*, o comunque strumenti che su di essa poggiano. Una situazione che, anche solo sotto il profilo fiscale¹²³, richiede di essere affrontata dal legislatore per evitare che aumenti l'incertezza e, allo stesso tempo, i rischi per gli investitori. Il pericolo è che, nel perdurante silenzio del legislatore, l'ultima parola venga lasciata ai singoli giudici¹²⁴, spinti dall'esigenza

use of currently unregulated tokens and associated activities primarily used for speculative investment purposes, such as Bitcoin, could initially remain outside the perimeter for conduct and prudential purposes. At the same time, these would be subject to more stringent regulation in relation to consumer communications via the financial promotions regime (if adopted) and AML/CTF regulation».

¹²² Una manovra che, secondo gli esperti, potrebbe essere letta come un tentativo per colpire, seppure in via indiretta bitcoin, è il procedimento penale che si è svolto negli USA e che riguarda *tether*. Come si è già detto essa costituisce la più importante *stablecoins* che ad oggi capitalizza 20 miliardi di dollari e scambia giornalmente il 95% di tutte le *stablecoin*. A seguito di questo procedimento, a *tether* e alla società controllante iFinex è stato imposto lo stop dell'attività nello stato di New York e una sanzione pecuniaria. Sul tema v. *Bitfinex e Tether bloccati e condannati dal procuratore generale a New York*, in www.investiremag.it/investire/2021/02/24/news/bitfinex-e-tether-bloccati-e-condannati-dal-procuratore-generale-a-new-york-38177/; G. URSINO, *Quella sentenza della Corte di New York che fa tremare l'oro digitale*, in *Plus24 del Sole 24 ore*, 2 gennaio 2021, 9; G. URSINO, *I legami pericolosi tra Tether e Bitcoin*, in *Plus24 del Sole 24 ore*, 2 gennaio 2021, 9. Sul tema v. ancora A. GENNAI, *Un mare di crypto sul mercato*, in *Plus24 del Sole 24 ore*, 2 gennaio 2021, 9.

¹²³ Per quanto riguarda il problematico trattamento fiscale in Italia, v. F. AVELLA, *Criptovalute, dalla prassi sui mercati il valore da indicare nel quadro RW*, in www.ntplusfisco.ilsole24ore.com/art/criptovalute-prassi-mercati-valore-indicare-quadro-rw-ADrGlnKB. In proposito, può essere utile richiamare il diverso atteggiamento della vicina Svizzera che, a partire dal 13 aprile 2021, ove anche il Canton Ticino, dopo quello di Zug, ha introdotto la possibilità di pagare le tasse in bitcoin, così *Canton Ticino apre ai pagamenti in bitcoin*, in www.criptovalues.eu/canton-ticino-apre-ai-pagamenti-in-bitcoin.

¹²⁴ Con riferimento a questo profilo, si devono richiamare due pronunce che hanno riguardato proprio bitcoin, ossia la decisione del 22 ottobre 2015, C-264/14, della Corte di giustizia Europea (www.eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:62014CA0264&from=IT), su una questione in materia di imposta sul

di risolvere concrete questioni applicative e privi della necessaria preparazione tecnica per comprendere appieno un fenomeno che poggia sul concetto di scarsità in ambito digitale.

In particolare, proprio con riferimento alla natura di bitcoin, la consueta bipartizione tra strumento finanziario/strumento di pagamento¹²⁵ mostra tutti i suoi limiti e induce a riflettere sull'opportunità di ricorrere a nuovi concetti, quali ad esempio quello di "oro digitale"¹²⁶, che permetta, ancora una volta, non tanto di eludere la disciplina tradizionale, quanto piuttosto di aiutare gli investitori/utenti a comprenderne rischi e caratteristiche distintive rispetto agli strumenti tradizionali.

Perché una cosa è certa, qui ci troviamo di fronte a qualcosa di completamente differente rispetto al passato, che presenta tratti peculiari rispetto allo strumento di pagamento "moneta", ma anche molto lontano da strumenti finanziari, seppur derivati e complessi, con cui fino a oggi ci siamo confrontati.

E di questo gli investitori dovrebbero essere resi consapevoli.

valore aggiunto relativa alle operazioni di cambio della valuta virtuale bitcoin in tradizionale, che si è risolta finendo per assimilare il regime a quello degli operatori che scambiano monete tradizionali (ex art. 135, p. 1, lett. e) della direttiva IVA (www.eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A62014CA0264); e più recentemente, la decisione della nostra Corte di Cassazione del 25 settembre 2020, n. 26807, che ha invece assimilato l'attività di compravendita di bitcoin a quella di strumenti finanziari, soggetti alle norme del Testo unico della finanza; su cui, per un primo commento, S. FURNARI, *I Bitcoin non sono un prodotto finanziario (ovviamente)*, pubblicato su LinkedIn il 3 ottobre 2020.

¹²⁵ Per la dottrina italiana sul tema v., ex multis, M. SEMERARO, *Moneta legale, moneta virtuale e rilevanza dei conflitti*, in questa *Rivista*, II, 2019, 256; G. GRECO, *Valute virtuali e valute complementari, tra sviluppo tecnologico e incertezze regolamentari*, in questa *Rivista*, I, 2019, 61 ss.; E. GIRINO, *Un problema di legalità funzionale*, in questa *Rivista*, IV, 2018, 733 ss.; P. CARRIÈRE, *Le "criptovalute" sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di "strumenti finanziari", "valori mobiliari" e "prodotti finanziari"; tra tradizione e innovazione*, *ibidem*, II, 2019, 1 ss.; G. LEMME, S. PELUSO, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale*, in questa *Rivista*, IV, 2016, 381 ss.

¹²⁶ Per questa ipotesi ricostruttiva, v. F. M. AMETRANO, *Hayek Money: The Cryptocurrency Price Stability Solution*, Milano, 2016.